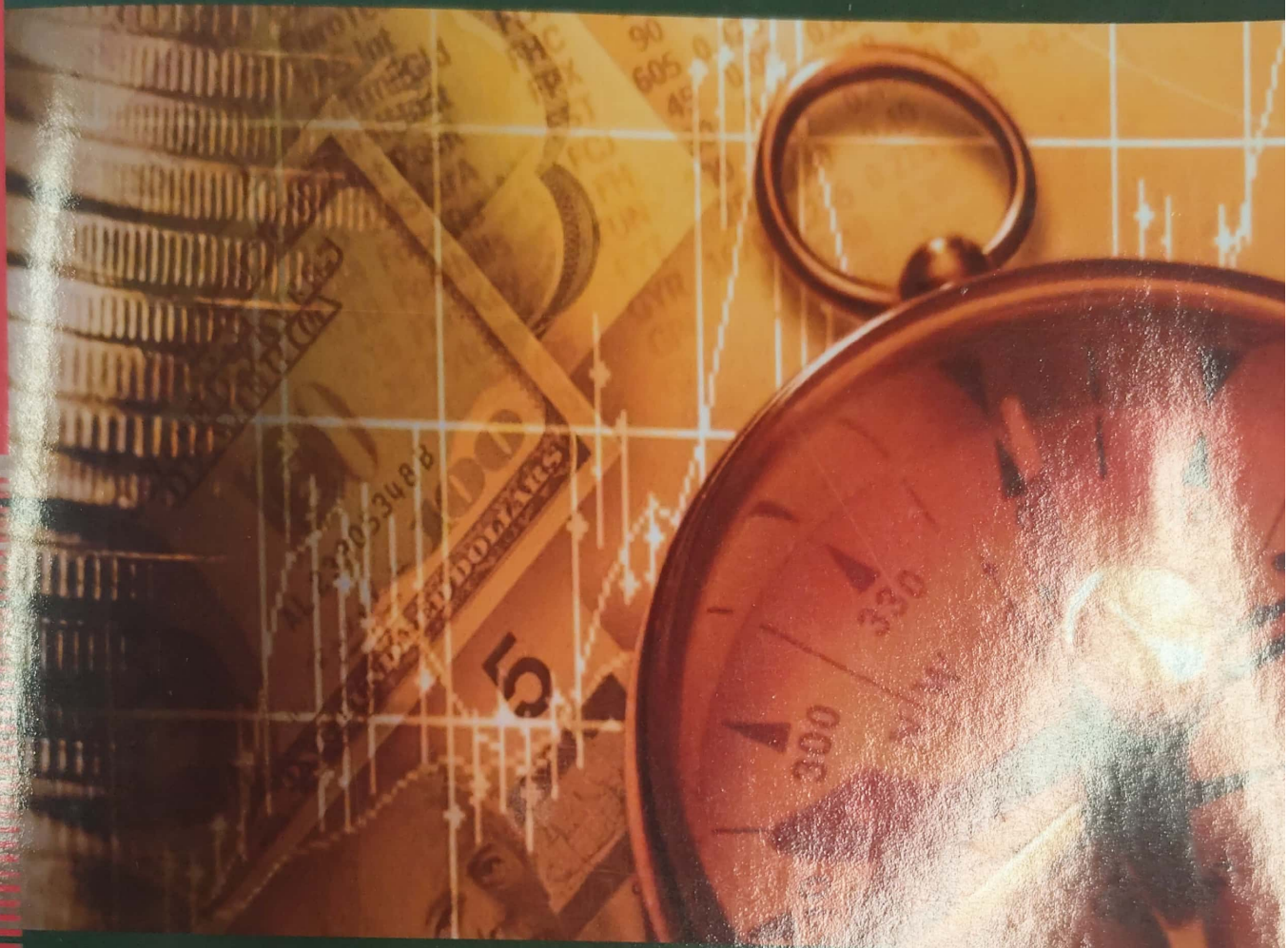
ȘTIINȚE ECONOMICE

Vadim Dumitrașcu Roxana Arabela Dumitrașcu



DIAGNOSTIC FINANCIAR ȘI EVALUARE

Repere conceptuale, modele și tehnici

EDITURA UNIVERSITARĂ

Scanned with OKEN Scanner

VADIM DUMITRAȘCU
ROXANA ARABELA DUMITRAȘCU

DIAGNOSTIC FINANCIAR ȘI EVALUARE

Repere conceptuale, modele și tehnici

EDITURA UNIVERSITARĂ
București, 2015

Scanned with OKEN Scanner

Colecția ȘTIINȚE ECONOMICE

Referenți științifici:
Prof. univ. dr. Victor Munteanu, Universitatea Creștină „Dimitrie Cantemir" București
Prof. univ. dr. Minică Boajă, Universitatea Creștină „Dimitrie Cantemir" București

Redactor: Gheorghe Iovan
Tehnoredactor: Ameluța Vișan
Coperta: Monica Balaban

Editură recunoscută de Consiliul Național al Cercetării Științifice (C.N.C.S.) și inclusă de Consiliul Național de Atestare a Titlurilor, Diplomelor și Certificatelor Universitare (C.N.A.T.D.C.U.) în categoria editurilor de prestigiu recunoscut.

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
DUMITRAȘCU, VADIM
Diagnostic financiar și evaluare : repere conceptuale, modele și tehnici /
Vadim Dumitrașcu, Roxana Arabela Dumitrașcu. - București : Editura Universitară, 2015
Bibliogr.
ISBN 978-606-28-0192-2

I. Dumitrașcu, Roxana Arabela

658

DOI: (Digital Object Identifier): 10.5682/9786062801922

© Toate drepturile asupra acestei lucrări sunt rezervate, nicio parte din această lucrare nu poate fi copiată fără acordul Editurii Universitare

Copyright © 2015
Editura Universitară
Director: Vasile Muscalu
B-dul. N. Bălcescu nr. 27-33, Sector 1, București
Tel.: 021 – 315.32.47 / 319.67.27
www.edituraUniversitara.ro
e-mail: redactia@edituraUniversitara.ro

Distribuție: tel.: 021-315.32.47 /319.67.27 / 0744 EDITOR / 07217 CARTE
comenzi@edituraUniversitara.ro
O.P. 15, C.P. 35, București
www.edituraUniversitara.ro

Scanned with OKEN Scanner

CUPRINS

Introducere 9

Capitolul 1
Diagnosticul şi evaluarea ca fundamente ale strategiei financiare a firmei

1.1. Conţinutul strategiei financiare a firmei 11
1.2. Stabilirea obiectivelor financiare pe termen lung 14
1.3. Tipologia modelelor de strategie financiară la nivel de firmă 19
1.4. Aplicaţie rezolvată 35

Capitolul 2
Diagnosticul procesului de creare a valorii economice adăugate

2.1. Determinantele procesului de creare a valorii economice adăugate. 38
2.2. Sensibilitatea rezultatului exploatării în raport cu variaţiile dimensiunii activului economic 41
2.3. Posibilităţi de intensificare a creării valorii economice adăugate 43
2.3. Aplicaţie rezolvată 45

Capitolul 3
Complexitatea noţiunii de cash-flow

3.1. Relaţia dintre rezultatele economice şi trezoreria firmei 49
3.2. Dimensiunea conceptului de cash-flow 52
3.3. Cash-flow-ul ca sinteză a echilibrului financiar al firmei 56
3.4. Abordarea cash-flow-ului în funcţie de destinaţii 59
3.5. Aplicaţii rezolvate 61

Scanned with OKEN Scanner

Capitolul 4
Performanța financiară între rentabilitate și cash-flow

4.1. Relevanța rentabilității ca măsură a performanței financiare a firmei 67
4.2. Capacitatea de autofinanțare ca formă a rentabilității 71
4.3. Sensibilitatea autofinanțării în raport cu variația volumului de activitate a firmei 74
4.4. Aplicații rezolvate 78

Capitolul 5
Factorii determinanți ai valorii firmei

5.1. Sursele valorii firmei 85
5.2. Abordarea valorii firmei pe baza cash-flow-ului 86
5.3. Valoarea firmei și investițiile 91

Capitolul 6
Diagnosticul viabilității financiare a firmei

6.1. Condițiile viabilității financiare a firmei 95
6.2. Determinarea și semnificațiile coeficientului de sensibilitate globală a trezoreriei 98
6.3. Relația dintre viabilitatea financiară și valoarea firmei 100

Capitolul 7
Diagnosticul integrat al eficienței economice a firmei

7.1. Eficiența economică a firmei dintr-o perspectivă integrată 103
7.2. Diagnosticul eficienței pe baza tabloului „Efecte – Eforturi” 104
7.3. Indicatori de eficiență economică 106

Capitolul 8
Metode patrimoniale (contabile) de evaluare a firmei

8.1. Raportul valoare-preț 108
8.2. Factori specifici de dimensionare a valorii firmei 110
8.3. Activul net contabil (ANC) 113
8.4. Activul net contabil corectat (ANCC) 114

Scanned with OKEN Scanner

8.5. Valorile substanţiale (brută, redusă, netă) ale firmei 121
8.6. Capitalurile permanente necesare exploatării 122
8.7. Aplicaţie rezolvată 123

Capitolul 9
Metode de evaluare prin rentabilitate

9.1. Fundamentele evaluării prin rentabilitate a firmelor 128
9.2. Tipuri de valori de rentabilitate ale firmei 131
9.3. Stabilirea valorii firmei prin actualizarea cash-flow-urilor 133
9.4. Aplicaţii rezolvate 143

Capitolul 10
Metode hibride de evaluare. Evaluarea firmei prin goodwill

10.1. Semnificaţiile conceptului de goodwill al firmei 155
10.2. Evaluarea prin goodwill: modele, tehnici şi metode 157
10.3. Tehnici combinate de evaluare a firmelor 160
10.4. Tehnici şi metode particulare de evaluare a firmelor 162
10.5. Selectarea metodei de evaluare a firmei 164
10.4. Aplicaţii rezolvate 166

Capitolul 11
Evaluarea firmelor în dificultate

11.1. Semnificaţia şi simptomatica dificultăţilor financiare a firmei 169
11.2. Condiţii şi implicaţii financiare ale restructurării firmei 171
11.3. Supravegherea şi diagnosticul procesului de redresarea firmei în dificultate 175
11.4. Orientări privind strategiile de redresare a firmelor în dificultate . 180
11.5. Tehnici de stabilire a valorii firmelor în dificultate 184
11.6. Specificul evaluării activităţilor viabile şi deficitare 191
11.7. Aplicaţie rezolvată 196

Scanned with OKEN Scanner

Capitolul 12
Considerații privind valoarea strategică a firmei

12.1. Formarea valorii strategice a firmei 189
12.2. Activele intangibile și poziționarea strategică a firmei 203

Capitolul 13
Evaluarea capitalului intelectual (intangibil)

13.1. Capitalul intelectual (intangibil): semnificație, factori, implicații . 208
13.2. Componentele capitalului intelectual al firmei 211
13.3. Măsurarea (metrica) capitalului intelectual 214
13.4. Modele calitative ale capitalului intelectual al firmei 220
13.5. Modele cantitative ale capitalului intelectual al firmei 225
13.6. Aplicație rezolvată 229

Capitolul 14
Previziuni financiare în condiții de incertitudine

14.1. Model de evaluare financiară a capitalului de reputație a firmei ... 239
14.2. Utilizarea intervalelor de certitudine pentru calculul previzional al reputației 246
14.3. Estimări previzionale prin tehnici fuzzy 251

Bibliografie 256

Scanned with OKEN Scanner

INTRODUCERE

Această carte abordează problemele complexe ale teoriei şi practicii moderne în domeniul diagnosticului financiar şi evaluării afacerilor. Incontestabil, cele mai multe dintre conceptele şi instrumentele utilizate în analiză nu sunt noi pentru un cititor avizat. Ceea ce diferenţiază această lucrare de altele este accentual pus pe ideea că valoarea firmei apare ca rezultantă a modelului de afaceri, a structurii şi proceselor de exploatare, a relaţiilor firmei cu mediul economic. Am încercat să fundamentăm o concepţie originală privind valoarea firmei. Dorinţa noastră a fost să evidenţiem legătura dintre instrumentele de diagnostic / evaluare şi obiectivul de redresare a firmelor – componentă fundamentală a strategiilor anti-criză. Pe baza acestei abordări intenţionăm să identificăm relaţiile de cauzalitate care se formează între eficienţa funcţionării firmei şi valoarea sa. Matricea paradigmatică în care s-au înscris raţionamentele noastre se alimentează direct din obiectivul major al managementului financiar şi anume maximizarea valorii de piaţă a afacerii. Aceasta întrucât misiunea unei afaceri este să creeze valoare economică. Redresarea firmelor trebuie subordonată acestui deziderat.

Sperăm că pentru cititori nu va fi prea greu să găsească subiecte preferate ale analizei eficienţei, valorii şi modalităţilor de redresare a firmei: cash-flow-ul, capacitatea de autofinanţare, goodwill-ul etc. În lucrarea de faţă am încercat să inspirăm viaţă acestor concepte financiare, abordându-le contextual şi urmărind cu atenţie conexiunile şi interdependenţele cu alte aspecte semnificative ale funcţionării afacerii. Cifrele dobândesc sens şi relevanţă numai dacă sunt interpretate în corelaţie cu realitatea multireferenţială şi multidimensională a firmei.

Profundele schimbări structurale survenite în economia mondială precum şi în cea naţională – globalizarea, dematerializarea, criza, etc. – ne îndeamnă să privim critic nu numai practicile manageriale de pe diferite nivele organizatorice ale economicului, ci şi eşafodajul teoretic care le-a inspirat. „Decorporalizarea" proce-

Scanned with OKEN Scanner

selor şi valorii economice exercită efecte deosebit de presante în sensul reexaminării conceptelor şi modelelor teoretice din majoritatea ştiinţelor gestiunii. Managementul financiar al întreprinderii nu numai că nu reprezintă o excepţie, ci, dimpotrivă, se situează în avangarda acestei înnoiri conceptuale, întrucât este domeniul care şi-a asumat misiunea de a răspunde la câteva întrebări fundamentale: Ce reprezintă în prezent valoarea economică şi, în consecinţă, valoarea afacerii (întreprinderii)?; Care sunt principalii factori (inductori) ai valorii afacerii?; Care sunt mijloacele de stimulare a creşterii valorii afacerii? Desigur, problematica managementului financiar este mult mai complexă, însă trebuie să recunoaştem că celelalte preocupări sunt, în mod direct sau indirect, doar nişte derivate subordonate acestor trei aspecte cruciale, iar dematerializarea economicului ne obligă să revizuim, uneori chiar radical, opticile tradiţionale asupra lor. Interesul pentru studiul goodwill-ului ca instrument de diagnosticare, evaluare şi restructurare a afacerilor este generat şi se înscrie în zona acestor preocupări: este tot mai pregnant faptul că o parte tot mai mare din valoarea firmelor moderne este de natură intangibilă, goodwill-ul reprezentând aproximarea financiară globală a capitalului intangibil deţinut de întreprinderi.

Autorii

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 1

DIAGNOSTICUL ŞI EVALUAREA CA FUNDAMENTE ALE STRATEGIEI FINANCIARE A FIRMEI

1.1. Conţinutul strategiei financiare a firmei

Dimensiunea strategică a managementului este responsabilă pentru asigurarea, în condiţii de eficienţă şi echilibru, a evoluţiei pe termen lung a firmei. În această ipostază, strategia generală de afaceri are misiunea de a dota firma cu avantaje competitive care să-i permită acesteia să obţină poziţii de piaţă solide şi durabile şi, în consecinţă, performanţe financiare superioare nivelului mediu din sectorul în care firma îşi desfăşoară activitatea. Strategia financiară este concepută şi articulată astfel încât, prin măsurile şi deciziile pe care le înglobează, să furnizeze suportul financiar în vederea promovării cu succes a strategiei generale de afaceri a firmei. În concret, strategia de afaceri urmăreşte să asigure acea combinaţie de plasamente (investiţii), pe de o parte, şi finanţări (structură financiară), pe de altă parte, care să faciliteze maximizarea valorii economice create de firmă. Prin impactul lor, măsurile prevăzute de strategia financiară afectează în mod semnificativ şi durabil principalele structuri patrimoniale ale firmei, atât de activ, cât şi de pasiv. În acest scop, arbitrajul corect între multitudinea de obiective financiare posibile ale firmei este absolut necesar. Astfel, coerenţa obiectivelor financiare pe care şi le-a propus firma este o condiţie fundamentală. Alegerea obiectivelor financiare, eşalonarea lor în timp şi elaborarea unor seturi de acţiuni care să le susţină reprezintă, în esenţă, conţinutul strategiei financiare la nivel de firmă.

Strategia financiară reprezintă una dintre strategiile funcţionale ale întreprinderii şi, în această ipostază, constituie un element esenţial al strategiei globale de afaceri. O strategie funcţională înglobează

totalitatea direcțiilor de activitate ce corespund, în mod durabil și sistematic, unui sector specializat sau funcții a întreprinderii - finanțe, marketing, producție, cercetare-dezvoltare, resurse umane etc.

Strategia globală de afaceri este formulată pe baza misiunii întreprinderii, ca apoi să fie detaliată cu ajutorul unor strategii funcționale corespunzătoare diferitelor sectoare specializate. Așadar, o strategie funcțională precizează contribuția fiecărei funcții a întreprinderii la realizarea strategiei globale.

Strategia financiară, ca strategie funcțională, este subordonată unor obiective strategice bine definite. Astfel, obiectivul financiar fundamental îl constituie maximizarea valorii de piață a întreprinderii, proces echivalent cu creșterea avuției proprietarilor. Acest obiectiv financiar general implică următoarele obiective strategice derivate:

1) Realizarea unor investiții care să asigure creșterea capacității beneficiare a întreprinderii pe termen lung. Aceasta înseamnă că strategia financiară va urmări, cu ajutorul unui plan multianual de investiții, constituirea unei structuri patrimoniale cât mai competitive și valorificarea cât mai eficace a acestui patrimoniu astfel încât să asigure performanțe economico-financiare de calitate și la un nivel superior.
2) Menținerea și consolidarea echilibrului financiar pe termen lung printr-o corelare corespunzătoare a nevoilor cu resursele financiare durabile ale întreprinderii. Consecința directă a echilibrului financiar pe termen lung este solvabilitatea întreprinderii.
3) Controlul adecvat al riscurilor financiare asociate evoluției pe termen lung a întreprinderii.

Se observă că obiectivele strategice menționate sunt doar parțial și numai în anumite condiții compatibile. Astfel, relația pozitivă existentă între rentabilitate (maximizarea performanțelor) și mărimea riscului este bine cunoscută în practica și teoria economică: de regulă, cu cât mai înalt este nivelul rentabilității pretins de o întreprindere, cu atât mai importante sunt și riscurile specifice pe care aceasta trebuie să și le asume. Cu alte cuvinte, creșterea rentabilității are loc, în mod normal, prin acumulare de riscuri.

Însă cele mai numeroase și serioase divergențe se poziționează la nivelul relației dintre maximizarea rentabilității și întărirea echilibrului financiar. Cauza majoră a acestor divergențe poate fi pusă

Scanned with OKEN Scanner

în seama faptului că întotdeauna rentabilitatea întreprinderii este numai parțial „lichidă", adică performanțele financiare nu se concretizează automat și imediat în fluxuri de lichidități (cash-flow). Adesea, întreprinderea, pentru a-și spori rentabilitatea (performanțele), consumă resurse financiare în scopul creării de active economice, care încep să genereze lichidități nu imediat, ci decalat. Concluzia generală este că promovarea unei strategii financiare reprezintă un arbitraj complicat și subtil între obiective financiare frecvent conflictuale.

Strategiei financiare îi pot fi asociate, de regulă, două arii decizionale majore:

- deciziile de investiție;
- deciziile de finanțare pe termen lung.

Există, de asemenea, păreri argumentate că un al treilea domeniu decizional specific strategiei financiare ar fi deciziile privind repartizarea rezultatului exercițiului.

Într-o manieră concluzivă putem afirma că strategia financiară a întreprinderii poate fi privită ca un sistem de criterii decizionale și opțiuni pe baza cărora sunt precizate condițiile financiare ale adaptării întreprinderii la mediul concurențial. În același timp, elementele prezentate ne îndreptățesc să apreciem că posibilitățile de adaptare de care dispune întreprinderea sunt determinate de structura activului său și de capacitatea de îndatorare, care, la rândul său, este influențată de structura pasivului. În tab. 1 sunt expuse principalele corelații activ-pasiv și efectele pe care le exercită asupra lor deciziile financiare strategice.

Efectele deciziilor financiare strategice

Tab.1

Elemente de activ	*Efectele deciziilor strategice*	*Elemente de pasiv*
Activ economic	Volum (economii de scară)	Capital financiar
Lichiditate	Structură financiară	Exigibilitate
Mobilitate/divizibilitate	Flexibilitate financiară	Capacitate de îndatorare
Riscuri de exploatare	Minimizarea riscului	Riscuri financiare
Rentabilitatea activului	Rentabilitate diferențială	Costul finanțării

În termeni strict tehnici, misiunea strategiei financiare a întreprinderii constă în a construi și modela acele structuri de activ și

Scanned with OKEN Scanner

de pasiv care vor fi capabile să îmbunătățească cât mai mult, în condiții strategice determinate, efectele menționate.

Aşadar, dacă strategia globală de afaceri se focalizează asupra alegerii cuplurilor „produs-piață" în care întreprinderea deține cele mai consistente avantaje concurențiale, strategia financiară urmăreşte ameliorarea constrângerilor financiare durabile care privesc activitatea de exploatare a întreprinderii. Conținutul concret al strategiei financiare este definit de totalitatea deciziilor referitoare la fluxurile financiar-monetare şi la volumul şi structura capitalurilor atrase de întreprindere pentru a-şi susține activitățile de exploatare. Este vorba, în principal, de acele decizii care vizează afectarea surplusurilor monetare create, structurarea activelor şi capitalurilor permanente şi organizarea colectării fondurilor pe termen lung. În ultimă instanță, aceasta înseamnă pregătirea tuturor condițiilor financiare pentru a putea promova o politică dezvoltativă care să concilieze atât obiective de creştere economică, cât şi obiective de asigurare a autonomiei întreprinderii.

Strategia financiară este elaborată în acord cu restricțiile formulate de piața financiar-monetară, piață ale cărei structuri sunt tot mai reglementate şi instituționalizate, iar succesul acestei strategii poate fi evaluat în primul rând prin mărimea riscurilor financiare specifice întreprinderii.

1.2. Stabilirea obiectivelor financiare pe termen lung

Una dintre responsabilitățile fundamentale ale managementului este formularea unor obiective financiare astfel încât acestea să devină un punct de referință tangibil pentru misiunea şi strategia întreprinderii. În teorie, aceste obiective sunt impuse de către acționarii întreprinderii, care urmăresc maximizarea randamentului investiției lor. În practică, însă, ele sunt adânc înrădăcinate în valorile şi filozofia afacerii împărtăşite de către manageri, trăgându-şi forța persuasivă din convingerile şi credințele profunde ale acestor actori organizaționali importanți.

Datorită faptului că obiectivele financiare sunt atât de vizibile şi tangibile, nu este de mirare că ele, adesea, se transformă în centrul unor tensiuni şi dispute la cele mai înalte nivele ierarhice ale întreprinderii. Să examinăm, de exemplu, cum două cifre -

Scanned with OKEN Scanner

rentabilitatea investițiilor (ROI) și rata de creștere a cifrei de afaceri - pot deveni, în cadrul întreprinderii, simboluri ale unor concepții antitetice privind strategia și mediul. Să ne imaginăm, de asemenea, că managerii de vârf ai întreprinderii sunt divizați în două tabere. Atitudinea uneia dintre ele poate fi rezumată în felul următor: „Dați-ne leadership-ul tehnologic și garanția unei ROI cât mai ridicate și creșterea cifrei de afaceri va veni de la sine!" În schimb, atitudinea celeilalte tabere poate fi exprimată așa: „Dați-ne o rată ridicată de creștere a cifrei de afaceri și creșterea ROI va veni de la sine!" S-ar părea că ambele grupuri au, în felul lor, dreptate, susținându-și pozițiile cu argumente solide. Totuși, întreprinderea trebuie să opteze doar pentru una din direcții, căci urmărirea simultană a unor obiective contradictorii nu este posibilă. Lăsând la o parte echilibrul puterii din sânul întreprinderii, cum se poate face o alegere rațională?

Pentru a putea răspunde la această întrebare, trebuie să luăm în calcul câteva *caracteristici ale sistemului de obiective financiare ale întreprinderii*, care sunt, în mod frecvent, neglijate, fapt care contribuie la crearea unor echivocuri în procesul de definire a strategiei:

- În pofida a ceea ce se crede curent, întreprinderile nu privesc maximizarea profitului ca pe o prioritate absolută. În practică, nu există priorități financiare absolute sau eterne, ierarhia lor schimbându-se odată cu schimbările survenite în mediul economic și concurențial.
- Întreprinderile mature realizează un arbitraj periodic între obiective financiare multiple, susținute de forța relativă a diverselor grupuri de presiune economică, care reprezintă obiective singular.
- Întreprinderile nu au dreptul unilateral de a stabili orice obiectiv. Din momentul în care întreprinderea decide să intre pe un segment particular al pieței produselor sau al pieței de capital, concurența îi va impune limite și îi va stabili condiții în ceea ce privește obiectivele pe care ea le va putea urmări într-o manieră realist.
- Gestiunea sistemului de obiective financiare ale întreprinderii reprezintă un proces continuu care presupune realizarea unui arbitraj între priorități aflate, adesea, în conflict. În orice

Scanned with OKEN Scanner

moment, acest sistem îşi poate pierde stabilitatea din cauza schimbărilor produse în mediul întreprinderii sau a modificărilor survenite în echilibrul relaţiilor de putere între diferite grupuri de presiune.

- Fiecare obiectiv este caracterizat printr-un anumit tip al echilibrului financiar spre care va tinde întreprinderea, deoarece fiecare obiectiv poate fi realizat în condiţiile unei structuri financiare specifice, diferită de cele pe care le solicită alte obiective, asigurând, prin urmare, un anumit mod de corelare a nevoilor de finanţare cu fluxurile de resurse financiare.
- Sistemul de obiective financiare ale întreprinderii, privit în ansamblu, este greu de înţeles. Chiar dacă obiectivele financiare par precise şi clare, multe dintre ele sunt, în realitate, relative şi instabile. Această caracteristică a obiectivelor financiare îngreunează trasarea unor repere operaţionale bine definite pentru nivelele de execuţie ale întreprinderii, fiind percepute de către mulţi dintre managerii de pe aceste nivele ca arbitrare sau incoerente.

Aceste trăsături sugerează că există constrângeri obiective în opţiunile managerilor, că obiectivele financiare sunt interdependente, iar schimbarea unuia dintre ele aproape întotdeauna va atrage şi revizuirea celorlalte.

Prin procesul de planificare financiară este stabilit un anumit număr de obiective, ca răspunsuri la diferite priorităţi şi presiuni. Atunci când managementul de vârf îi pretinde întreprinderii să-şi crească în mod agresiv principalele segmente ale pieţei, să rămână lider în domeniile calităţii şi inovaţiei tehnologice, să se diversifice, să asigure un constant şi consistent flux de rezultate, să promoveze, în acelaşi timp, o atentă politică de îndatorare etc. trebuie ca fiecare dintre membrii sau compartimentele organizaţiei să se recunoască în cel puţin unul din aceste obiective. *Obiectivele financiare trebuie formulate astfel încât să susţină misiunea întreprinderii, pe de o parte, şi să răspundă nevoilor investitorilor, managerilor, angajaţilor, clienţilor şi comunităţii, pe de altă parte.*

Cum poate fi realizat acest lucru într-o lume cu resurse finite şi orizonturi limitate, în care nu prea există loc pentru altruism? Există o singură posibilitate: întreprinderea trebuie să înveţe să facă compro-

Scanned with OKEN Scanner

misuri. *Compromisul este singurul mecanism care poate asigura o eficacitate durabilă a sistemului de obiective financiare ale întreprinderii.* Desigur, aceste compromisuri vor adopta expresii financiare exacte. Orice obiectiv financiar urmăreşte, în linii mari, un anumit nivel al rentabilităţii în condiţiile unui anumit tip de echilibru financiar, care poate fi privit, la rândul său, ca partea „lichidă" a rentabilităţii, respectiv surplusurile monetare obţinute peste nevoile de finanţare ale întreprinderii. Între rentabilitate şi echilibrul financiar relaţia este, de regulă, negativă: cu cât este mai înalt nivelul de rentabilitate spre care aspiră obiectivul, cu atât mai fragil va fi echilibrul financiar spre care va tinde întreprinderea şi invers.

De exemplu, obiectivul maximizării cotei de piaţă, urmărind creşterea vânzărilor şi rezultatelor, foarte rar poate fi realizat doar pe bază de autofinanţare, investiţiile masive necesare promovării lui fiind susţinute de cele mai multe ori prin creşterea îndatorării. Or, investiţiile de creştere şi îndatorarea aferentă vor diminua fluxurile monetare, slăbind echilibrul financiar prin afectarea fondurilor rămase la dispoziţia firmei. Capcanele creşterii prea rapide sunt bine cunoscute. Pe de altă parte, urmărirea îndelungată a unei politici financiare prudenţiale, bazată preponderent pe autofinanţare şi care vizează rate limitate de creştere, poate asigura o anumită perioadă surplusuri monetare consistente, însă refuzul durabil al unor investiţii serioase în modernizare şi dezvoltare va şubrezi poziţia strategică a întreprinderii şi avantajele concurenţiale deţinute de ea.

Armonizarea perfectă a acestor două obiective - creşterea rentabilităţii şi întărirea echilibrului financiar - nu este posibilă, dar efectuarea unui arbitraj periodic între ele este necesar. Întrebarea cheie este când trebuie acordată prioritate unuia sau altuia dintre aceste obiective? Pentru a răspunde la întrebare, managementul trebuie să analizeze cu atenţie portofoliul de activităţi (afaceri) ale întreprinderii în termenii conceptului „cuplu produs-piaţă". Pe scurt, o asemenea analiză poate avea în vedere următoarele *situaţii generale:*

- Piaţă dinamică aflată în faza de construcţie şi structurare va solicita, în vederea câştigării de către întreprindere a unor poziţii strategice solide, un efort susţinut de inovare a produselor şi tehnologiilor, de perfecţionare a sistemului tehnic de fabricaţie, de extindere a infrastructurii de marketing, de organizare a fluxurilor de activitate şi de achiziţionare a

Scanned with OKEN Scanner

competențelor de operare distinctive. Toate înseamnă investiții importante în scopul acaparării unei cote de piață cât mai mari. În această fază a ciclului strategic, întreprinderea va manifesta o preferință pentru creștere.

- Piață matură, structurată, cu poziții și relații concurențiale bine definite, dar care, periodic, este frământată de mutații conjuncturale oarecum previzibile sau de mică anvergură. Această piață nu mai poate asigura rate de creștere importante, dezvoltarea sistemului de producție și a infrastructurii de marketing nemaifiind o prioritate absolută. Prioritară devine optimizarea exploatării angrenajelor de afaceri existente. Se impune o mai mare prudență în efectuarea investițiilor, managementul încercând în primul rând să facă cât mai „lichidă" rentabilitatea investițiilor deja realizate.
- Piață în restrângere. Dacă pozițiile întreprinderii sunt solide, prioritatea ei va fi efectuarea unor dezinvestiții. Redimensionarea sistemului de afaceri în funcție de volumul de activitate îi va permite stabilizarea randamentelor resurselor și a celorlalți indicatori de performanță economico-financiară. Orientarea spre dezinvestiții va consolida echilibrul financiar al întreprinderii întrucât intrările de lichidități vor fi importante. Totuși, întreprinderea nu poate persista mult timp în această situație purtătoare de riscuri semnificative. Ea trebuie să se reorienteze cât mai rapid spre zone care asigură rate de creștere mai ridicate, în caz contrar va aluneca treptat spre o poziție strategică total defavorabilă (poziția de lichidare).
- Poziție de lichidare, caracterizată atât prin rate foarte scăzute sau chiar negative de creștere, cât și printr-o situație nesatisfăcătoare a echilibrului financiar. Întreprinderea nici nu crește și nici nu este lichidă. Această poziție atrage un risc aproape inevitabil al dezastrului financiar.

Principala concluzie este că *întreprinderile care nu dispun de suficiente rezerve lichide sau care sunt instabile din punct de vedere financiar nu vor putea opera pe piețe cu rate de creștere superioare.* Mai curând sau mai târziu ele vor fi constrânse să-și reducă deficitul de resurse financiare prin creșterea raportului între îndatorarea totală și capitalurile proprii. Soluția poate fi fezabilă doar în măsura în care întreprinderea reușește să rentabilizeze cât mai repede investițiile de

Scanned with OKEN Scanner

creştere realizate pe baza îndatorării. Rămâne însă permanent riscul deteriorării echilibrului financiar. Autosuficienţa financiară a întreprinderii reprezintă, prin urmare, o precondiţie naturală a independenţei managementului în stabilirea opţiunilor strategice.

Obiectivele financiare ale întreprinderii nu se elaborează şi nu se urmăresc în vid. Inevitabil, ele se confruntă cu realitatea mediului întreprinderii şi cu rigorile strategiei de afaceri globale care reflectă aceste presiuni ale mediului. *Lipsa coerenţei între obiectivele financiare şi constrângerile mediului reprezintă una dintre principalele cauze ale eşecului financiar.* Într-un fel, obiectivele financiare pe termen scurt sunt mai degrabă impuse managementului de către mediu decât adoptate voluntarist.

Marja de libertate decizională apare abia în cazul obiectivelor financiare pe termen lung. Orizontul de timp îndepărtat oferă posibilitatea pregătirii manevrelor strategice. Pe termen scurt, însă, impactul mediului este, de regulă, dur şi nu poate fi absorbit decât printr-o subordonare necondiţionată a întreprinderii. În procesul de elaborare a obiectivelor financiare pe termen lung este importantă compararea obiectivelor pe termen scurt cu rezultatele financiare concrete. Rezultatele financiare satisfăcătoare pe termen scurt vor exercita presiuni în sensul „cronicizării" obiectivelor care le-au generat, conform logicii „Ce a fost bun ieri şi azi, va fi bun şi mâine." Numai că obiectivele pe termen scurt sunt reacţii la presiunile imediate venite din partea mediului. Într-o perspectivă durabilă pot rezulta însă constrângeri mult diferite de cele actuale. *Dacă managementul nu va reuşi să asigure coerenţa principalelor obiective financiare şi compatibilitatea lor cu tipul de semnale venite dinspre pieţe, aceste obiective nu vor fi capabile să impună întreprinderii o disciplină operaţională eficace.*

1.3. Tipologia modelelor de strategie financiară la nivel de firmă

În esenţă, un model de strategie financiară la nivel de întreprindere reprezintă o concepţie coerentă şi sistematică privind criteriile decizionale pe care întreprinderea urmează să le aplice pe termen lung în vederea selecţionării acelei combinaţii de nevoi şi

Scanned with OKEN Scanner

resurse financiare care va optimiza raportul dintre rentabilitatea obținută şi riscurile asumate.

Propunem următoarea clasificare a *modelelor de strategie financiară* a întreprinderii:

- ✓ Modelul ciclului de viață al întreprinderii;
- ✓ Modele de optimizare a portofoliului de activități;
- ✓ Modele de optimizare a investițiilor;
- ✓ Modele de optimizare a structurii financiare (costului finanțării);
- ✓ Modele de maximizare a valorii economice a întreprinderii.

Fiecare din aceste modele se bazează pe anumite prezumpții conceptuale şi oferă soluții strategice specifice. Având un caracter plurireferențial şi, deci, relativ, modelele prezintă atât avantaje, cât şi dezavantaje.

Modelul ciclului de viață al întreprinderii. Ca şi celelalte modele gen „ciclu de viață" larg folosite în ştiințele gestiunii, şi acest model se inspiră dintr-o evidentă analogie cu evoluția biologică şi socială a unei ființe umane, care parcurge succesiv câteva faze ale dezvoltării - naşterea (lansarea), creşterea, maturitatea, declinul (îmbătrânirea). Aşadar, *strategia financiară va avea un conținut particular în funcție de faza concretă de dezvoltare prin care trece întreprinderea, în fiecare dintre faze întreprinderea fiind caracterizată prin nevoi financiare specifice, generând, totodată, un anumit nivel al resurselor.* Rolul strategiei financiare constă, de aceea, în echilibrarea judicioasă a acestor utilizări şi intrări de fonduri pentru a asigura condițiile financiare optime de dezvoltare a întreprinderii. Sintetizăm în tab. 2 implicațiile esențiale ale fazelor ciclului de viață asupra strategiei financiare a întreprinderii.

În acest fel, misiunea strategiei financiare se referă la o asemenea potrivire a principalilor parametri strategici care să garanteze soliditatea financiară maxim posibilă în condițiile concrete de exploatare ale fiecărei faze a ciclului de viață al întreprinderii. Neajunsul major al acestui model constă în faptul că el oferă doar o imagine globală asupra trebuințelor şi excedentelor financiare specifice diferitelor stadii de dezvoltare a întreprinderii, or, deseori, articularea unei strategii financiare funcționale necesită o perspectivă mult mai nuanțată.

Scanned with OKEN Scanner

Conținutul strategiei financiare în funcție de faza ciclului de viață

Tab. 2

Faze / *Factori strategici*	***Lansare***	***Creştere***	***Maturitate***	***Declin***
1.Venituri	Cifră de afaceri modestă şi fluctuantă	Ritm rapid de creştere a cifrei de afaceri	Ritm lent de creştere a cifrei afaceri	Reducerea cifrei de afaceri
2.Cheltuieli	Cheltuieli fixe importante	Acoperire mai bună a cheltuielilor fixe	Acoperire confortabilă a cheltuielilor fixe	Cheltuieli variabile dominante
3.Performanțe financiare	Frecvent negative	Pozitive dar instabile	Pozitive şi sigure	Pozitive dar în scădere
4.Calitatea echilibrului financiar. Dotarea cu resurse	Autofinanțare scăzută. Fonduri externe reduse sau inexistente	Autofinanțare crescătoare dar insuficientă. Fonduri externe în creştere	Autofinanțare şi fonduri externe abundente	Dezinvestiții
5.Investiții	Destul de mari	Foarte mari	De menținere	Restructurare
6.Nevoia de fond de rulment	Mare	Foarte mare	Stabilă	În scădere
7.Situația trezoreriei	Negativă	Uşoară ameliorare	Excedentară	Pozitivă dar în scădere
8.Rentabilitatea	Scăzută sau negativă	În creştere	Ridicată	Apropiată de pragul de rentabilitate
9.Opțiuni strategice fundamentale	Asigurarea finanțărilor externe pe termen scurt necesare supraviețuirii	Asigurarea finanțărilor pe termen scurt pentru susținerea investițiilor de creştere	Alocarea excedentelor în diverse plasamente şi investiții externe	Recentrarea pe afaceri noi

Modele de optimizare a portofoliului de activități. În pofida caracterului său general, modelul ciclului de viață al întreprinderii a furnizat resursele conceptuale necesare apariției şi dezvoltării unei vaste familii de modele strategice. Mă refer aici la modelele de optimizare a portofoliului de activități. Diferența majoră între cele două tipuri de modele decurge din faptul că dacă primul (ciclul de viață al întreprinderii) urmăreşte corelarea nevoilor şi resurselor financiare ale unei întreprinderi monoprodus sau monoactivitate,

Scanned with OKEN Scanner

modelele de optimizare a portofoliului de activități, așa cum sugerează însăși denumirea lor, urmăresc gestiunea financiară a unui ansamblu strategic format din două sau mai multe afaceri, activități sau cupluri „produs-piață", fiecare dintre acestea fiind caracterizat printr-un profil financiar special. Aşadar, în cadrul modelelor de optimizare a portofoliului de activități problema formulării strategiei financiare se pune în felul următor: având la dispoziție câteva domenii de afaceri distincte, cu rentabilități, ritmuri de creştere, consumuri de resurse şi riscuri economice foarte diferite, ce anume decizii trebuie adoptate pentru a obține cea mai bună combinație de activități (portofoliul optim), adică acel portofoliu care să asigure pe termen lung cel mai convenabil raport rentabilitate-riscuri?

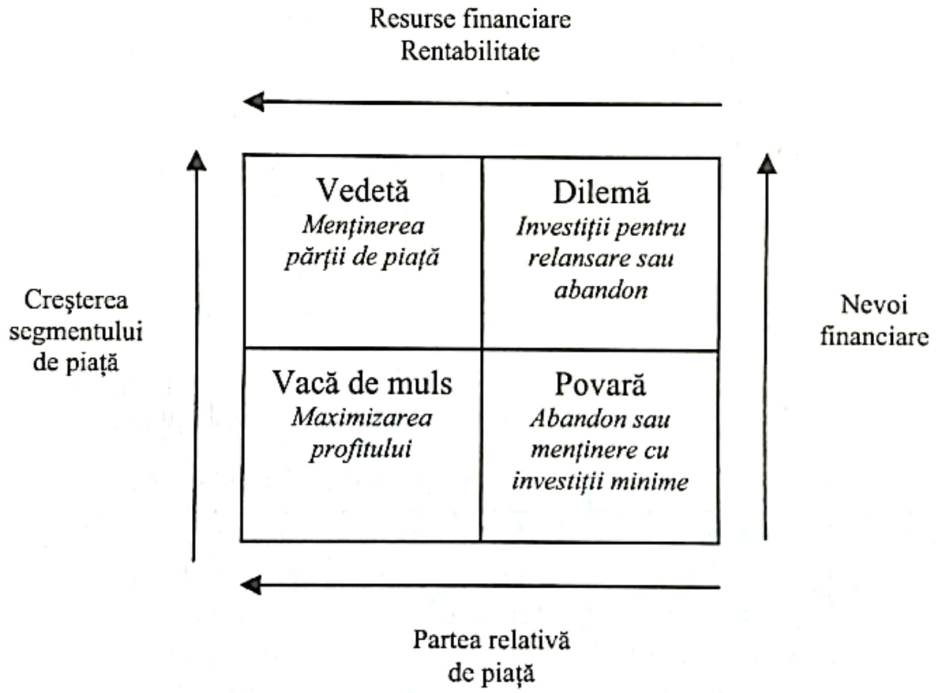


Fig. 1 Matricea BCG

Logica generică a acestor modele este cât se poate de simplă şi poate fi rezumată în următoarea aserțiune: luăm (resurse) de la domeniile producătoare de excedente, dar cu ritmuri de creştere lente, şi le alocăm domeniilor promițătoare, dar care deocamdată nu degajă excedente suficiente, în timp ce activitățile cu dinamici slabe şi creatoare de resurse scăzute sunt treptat lichidate. Cu alte cuvinte, modelele de acest gen îşi propun să realizeze gestiunea financiară simultană a câteva cicluri de viață independente.

Scanned with OKEN Scanner

Anii '60-'80 ai sec. XX au cunoscut o adevărată explozie şi totodată modă a modelelor de optimizare a portofoliului de activităţi. Vom prezenta mai jos doar câteva dintre cele mai cunoscute. Primul dintre modelele care a dobândit o largă recunoaştere şi aplicare a fost Matricea Boston Consulting Group (BCG) (fig. 1).

Matricea BCG se bazează pe ideea că echilibrul dintre resursele şi nevoile financiare ale unei activităţi este determinat de raportul dintre rata de creştere a pieţei şi poziţia relativă deţinută pe piaţă. Acest model este utilizat în special de către întreprinderile diversificate pentru a evalua nevoile de finanţare. Aplicarea modelului urmăreşte să asigure un portofoliu echilibrat de activităţi/domenii de afaceri, alcătuit atât din unităţi care resimt nevoi sporite de finanţare, dar care au rate importante de creştere, cât şi din unităţi care nu sunt caracterizate prin dinamici economice şi de piaţă spectaculoase, dar care produc excedente de capital. Cele patru sectoare ale modelului au denumiri sugestive:

- *„Vedetele"* sunt activităţile cu rate înalte de creştere a pieţei şi cu părţi relative de piaţă mari. Ele asigură o rentabilitate ridicată, dar, pentru menţinerea pieţei, au nevoie de resurse financiare importante.
- *„Vacile de muls"* sunt activităţile caracterizate prin rate de creştere reduse, dar care controlează părţi importante de piaţă. Aceste activităţi asigură un nivel foarte ridicat al rentabilităţii în condiţiile unor nevoi financiare scăzute. Caracteristicile menţionate le transformă în furnizoare de capital pentru „vedete" şi pentru dezvoltarea selectivă a „dilemelor".
- *„Dilemele"* sunt activităţile cu o rată înaltă de creştere a pieţei, dar cu cote de piaţă relativ scăzute. Ele consumă importante resurse financiare şi nu asigură o rentabilitate prea mare. Se impune o dezvoltare selectivă a „dilemelor", în funcţie de perspectivele viitoare.
- *„Poverile"* sun activităţile cu creşteri foarte slabe ale pieţei şi, în acelaşi timp, cu părţi de piaţă relativ scăzute. În consecinţă, şi rentabilitatea respectivelor activităţi este scăzută; în schimb, ele nu au nevoie de finanţări mari. În funcţie de efectele sinergice create pentru întregul

Scanned with OKEN Scanner

portofoliu, „poverile“ sunt fie menținute, dacă acest lucru nu presupune cheltuieli prea mari, fie sunt lichidate.

Criticile aduse matricei BCG se concentrează mai ales asupra a două deficiențe metodologice ale modelului: 1) aria lui de aplicabilitate este restrânsă la corporațiile diversificate, excluzând întreprinderile de talie mai modestă; 2) modelul se axează exclusiv pe o logică financiară și nu înglobează criterii vizând excelența operațională a sistemului de afaceri al întreprinderii și competitivitatea produselor acesteia.

Un alt model de largă faimă este Matricea Mc Kinsey, care permite evaluarea opțiunilor strategice ale întreprinderii în funcție de doi parametri: atractivitatea pieței și poziția strategică a întreprinderii pe piață (fig. 2).

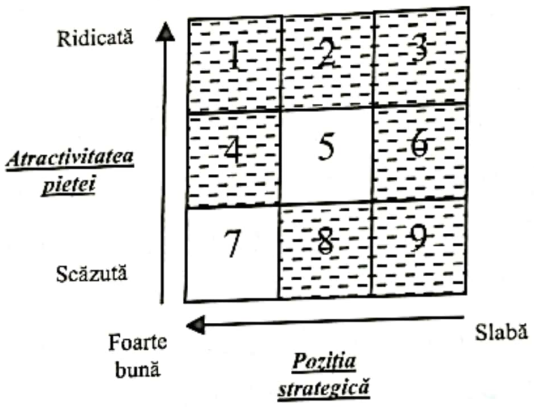


Fig. 2 Matricea Mc Kinsey

Atractivitatea pieței întreprinderii este determinată de factori cum ar fi: capacitatea absolută a pieței; rata de creștere; extensia geografică a pieței; structura concurențială; nivelul prețurilor; rata normală a rentabilității; barierele de intrare și de ieșire etc. Poziția strategică rezultă din acțiunea unor factori ca: avantajele concurențiale deținute; cota de piață controlată; leadership-ul tehnologic; rentabilitatea relativă; imaginea conferită etc. Modelul pune în evidență nouă situații-tip, care atrag implicații aparte pentru strategia financiară a întreprinderii:

- *Atractivitate ridicată - poziție strategică foarte bună.* Întreprinderea trebuie să investească masiv pentru a crește, concentrându-și toate eforturile pentru menținerea și întărirea celor mai importante avantaje concurențiale.

Scanned with OKEN Scanner

- *Atractivitate ridicată - poziție strategică medie.* Presupune o creștere selectivă, concentrând investițiile în domeniile cu cele mai solide avantaje concurențiale.
- *Atractivitate ridicată - poziție strategică slabă.* Implică o testare prudentă a oportunităților sau retragerea dacă o creștere puternică nu poate fi susținută.
- *Atractivitate medie - poziție strategică foarte bună.* Strategia financiară recomandată constă în păstrarea avantajelor concurențiale prin evitarea investițiilor importante și îmbunătățirea rentabilității prin creșterea productivității muncii și optimizarea costurilor.
- *Atractivitate medie - poziție strategică medie.* Se recomandă dezvoltarea selectivă prin concentrarea investițiilor în segmentele cu rentabilitate ridicată și riscuri rezonabile.
- *Atractivitate medie - poziție strategică slabă.* Sugerează o creștere limitată, prudentă sau retragerea. Vor fi urmărite posibilitățile de dezvoltare ce presupun atât investiții scăzute, cât și riscuri modeste. Retragere în caz de eșec.
- *Atractivitate scăzută - poziție strategică bună.* Impune o strategie de „recoltare selectivă": reducerea riscurilor cel puțin în câteva sectoare și menținerea rentabilității chiar și prin sacrificarea, dacă este necesar, a cotei de piață.
- *Atractivitate scăzută - poziție strategică medie.* Este oportună strategia „recoltării intensive": urmărirea maximizării rentabilității prin optimizarea cheltuielilor variabile.
- *Atractivitate scăzută - poziție strategică slabă.* Strategia financiară indicată vizează minimizarea cheltuielilor atât prin reducerea costurilor fixe (prin evitarea investițiilor), cât și a celor variabile. Retragere în caz de pierderi inevitabile.

Obiectivul Matricei Mc Kinsey este de a permite conștientizarea imediată a opțiunilor strategice în domeniul financiar, focalizând atenția decidenților pe creșterea rentabilității prin optimizarea raportului „costuri-riscuri".

Modelul Arthur D. Litle (Matricea ADL) reprezintă o variantă substanțial perfecționată a Matricei BCG. Nuanța este dată de faptul că Matricea ADL pune în legătură fazele ciclului de viață al produselor/segmentelor strategice ale întreprinderii cu poziția concu-

Scanned with OKEN Scanner

renţială deţinută, identificând câteva zone de dezvoltare cărora le corespund anumite nivele ale riscurilor concurenţiale (fig. 3).

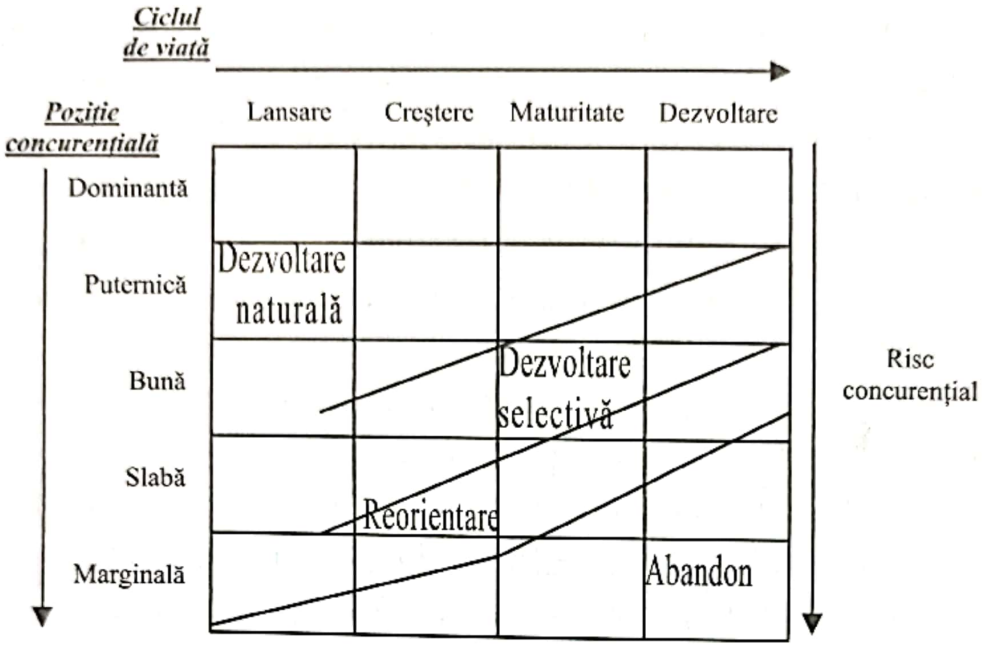


Fig. 3 Matricea ADL

Modelul permite estimarea şanselor ca o întreprindere, care a pătruns pe o piaţă cu un produs nou sau s-a lansat într-un domeniu nou, să obţină o anumită rată a rentabilităţii capitalului investit în funcţie de timpul său de răspuns la evoluţiile pieţei şi în raport cu liderul acesteia. Alte modele de optimizare a portofoliului de activităţi sunt PIMS, ETEQ, GENESE, RMC etc.

Modele de optimizare a investiţiilor. În mod evident, această familie de modele strategice financiare se axează pe formularea unor criterii şi proceduri de selectare a celor mai convenabile proiecte investiţionale în condiţiile unui mediu mai mult sau mai puţin cunoscut şi controlat de către întreprindere.

Acest grup de modele poate fi divizat în două sub-grupuri: 1) modele de decizii investiţionale în condiţii de certitudine şi 2) modele de decizii investiţionale în condiţii de incertitudine.

În ceea ce priveşte deciziile de investiţie într-un mediu cert, criteriul de referinţă îl constituie valoarea actuală netă (VAN). Astfel, se consideră că o investiţie este acceptabilă dacă VAN specifică este pozitivă, ceea ce înseamnă că investiţia respectivă contribuie la creşterea valorii globale a întreprinderii. Determinarea VAN pentru o

Scanned with OKEN Scanner

investiție presupune actualizarea fluxurilor de lichidități viitoare sperate și apoi deducerea valorii investiției inițiale. Așadar, VAN se stabilește în felul următor:

$$VAN = \sum_{t=0}^{n} CF_t (1+K)^{-t} - I_0$$

în care:

CF= valoarea actuală a intrărilor nete de trezorerie;

K= rata de actualizare;

I_0= investiția inițială;

t= durata de viață a investiției

În mod logic, o investiție este convenabilă și eligibilă numai dacă asigură creșterea valorii întreprinderii. Or, acest lucru este la rândul său posibil numai dacă fluxurile de lichidități actualizate, generate de investiție, depășesc volumul investiției însăși. Este cât se poate de evident că:

VAN > 0, dacă Σ Fluxuri actualizate > Investiția inițială

Rezultatele aplicării acestui criteriu depinde în mod semnificativ de alegerea ratei de actualizare, care, în esență, reprezintă o rată de remunerare a capitalului investit. Alți factori care prescriu modul de utilizare a regulei VAN sunt:

- suma investiției, dată de fluxurile de fonduri efectiv debursate de întreprindere, estimate prin luarea în considerare a costurilor de oportunitate asociate;
- fluxurile de lichidități sperate, respectiv acele intrări de trezorerie pe care întreprinderea le înregistrează pe întreaga durată de viață a investiției;
- durata de viață a investiției, care depinde de apariția fluxurilor de intrări și ieșiri asociate direct investiției.

Teoria și practica financiară au elaborat alte câteva criterii financiare, concurente și în același timp complementare VAN, consacrate inclusiv prin recomandările Băncii Mondiale: termenul de recuperare; indicele de profitabilitate; rata internă de rentabilitate.

Scanned with OKEN Scanner

Termenul de recuperare:

$$TR = \frac{I_0}{CF_{act/an}}$$

Metoda de selecție: sunt eligibile proiectele pentru care termenul de recuperare este cel mai scurt posibil, dar dacă este vorba de o comparație, se va reține proiectul care minimizează criteriul.

Indicele de profitabilitate:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^{n} CF_t (1+K)^{-t}}{CF_0}$$

Metodă de selecție: sunt eligibile proiectele pentru care IP >1, dar dacă este vorba de o comparație, se va reține proiectul care maximizează criteriul.

Rata internă de rentabilitate:

$$\sum_{t=1}^{n} CF_t (1 + RIR)^t = I_0$$

Metodă de selecție: sunt eligibile proiectele pentru care RIR > costul capitalului sau RIR > obiectivele de rentabilitate.

Deciziile privitoare la investițiile efectuate într-un mediu incert comportă un factor suplimentar de complexitate față de subgrupul precedent: riscul pe care îl generează urmărirea rentabilității în condiții de incertitudine. Aşadar, modelele respective îşi propun să stabilească „cea mai bună" investiție prin realizarea unui arbitraj între rentabilitatea investiției şi riscul ataşat acesteia. Acest grup de metode, pentru a fi operațional, trebuie să depăşească două dificultăți:

- estimarea cash-flow-urilor într-un mediu incert, care presupune mai întâi cuantificarea cash-flow-urilor în diferite stări economice, iar apoi calculul speranței matematice a cash-flow-urilor şi distribuția probabilităților;

Scanned with OKEN Scanner

- evaluarea riscului, care este înțeles ca o variație și exprimat, de cele mai multe ori, cu ajutorul unui coeficient de variație.

Pentru integrarea riscului în procesul decizional sunt utilizate mai multe metode printre care metoda ratei de actualizare ajustate la risc; metoda echivalențelor certe; metoda arborilor decizionali; analiza sensibilității; metoda simulării etc.

Această clasă de modele se axează, deci, pe identificarea și analiza relațiilor existente între rentabilitatea unei investiții și riscurile specifice. Un domeniu preferat al acestor modele este piața de capital. Modelul unui portofoliu de n titluri, modelul de piață cu risc diversificabil și nediversificabil, descompunerea variației unui titlu, modelul regresiei dintre rentabilitatea titlului și rentabilitatea pieței, modelul de echilibru al activelor financiare (MEDAF) etc. constituie doar câteva dintre cele mai valoroase și reprezentative instrumente aparținând acestei clase de modele decizionale.

Modele de optimizare a structurii financiare (costului capitalului). Această clasă de modele strategice este complementară cu modelele decizionale privind investițiile, căci orice alocare de fonduri pe termen lung (investiție în sens larg) trebuie susținută prin resurse financiare adecvate, atrase în condiții (costuri) optime.

Practic, modelele de optimizare a structurii financiare își propun să realizeze o selecție a „portofoliului de capitaluri (surse de finanțare)" a întreprinderii, adică să formeze o compoziție optimă a resurselor financiare, care să asigure cel mai mic cost posibil al capitalurilor atrase. Așadar, minimizarea costului mediului ponderat al capitalurilor reprezintă funcția-obiectiv a acestui gen de modele.

Deciziile de finanțare pe termen lung sunt armonizate cu deciziile de investiție în cadrul planurilor de investiții și finanțare plurianuale, care au rolul de a exprima echilibrul financiar global al întreprinderii și de a evidenția principalele fluxuri (intrări și ieșiri) de fonduri. Planul plurianual de finanțare este instrumentul cu ajutorul căruia sunt identificate resursele financiare durabile și întrebuințările lor. Acest plan este unul dintre principalele rezultate ale strategiei financiare, relevând modul în care întreprinderea va construi o structură financiară care să urmărească reducerea costului mediu ponderat al capitalurilor, pe de o parte, și să mențină independența financiară a întreprinderii, pe de altă parte.

Scanned with OKEN Scanner

Modelele de finanțare pot fi încadrate în două grupuri, care se diferențiază chiar în funcție de modul de înțelegere și explicare a ceea ce este întreprinderea însăși. Primul grup se bazează pe concepția clasică privind întreprinderea și rezultă din următoarele două ipoteze:

- ❖ Caracterul perfect al piețelor financiare.
- ❖ Obiectivul de maximizare a valorii de piață a întreprinderii.

Schema clasică vede întreprinderea ca un portofoliu de fonduri interne și externe, atribuindu-i un anumit nivel al riscului și o anumită volatilitate a rezultatelor de exploatare. În funcție de aceste caracteristici, întrebarea fundamentală care se pune este următoarea „Care este sursa de finanțare cea mai interesantă pentru întreprindere?" Toate dezvoltările și soluțiile „clasice" ale acestei probleme încorporează ca suport *Teoria Modigliani-Miller:* pentru un nivel dat al riscului de exploatare, valoarea de piață a întreprinderii (suma valorilor capitalurilor proprii și împrumutate) este independentă de structura sa financiară, în aceste condiții costul mediu ponderat al capitalurilor și valoarea întreprinderii rămânând constante. Consecința acestei teoreme este următoarea: în timp ce costul capitalurilor proprii crește, crește și riscul specific întreprinderii, iar atragerea de capitaluri împrumutate este tot mai riscantă și, de aceea, mai dificilă. Deși foarte bogat ca arsenal teoretic, acest grup de modele de finanțare, care proclamă independența valorii întreprinderii în raport cu structura financiară a acesteia, suscită, totuși, numeroase controverse care pot fi astfel rezumate: imperfecțiunea piețelor financiare reale și limitele îndatorării întreprinderii. Descrierea finanțării întreprinderii în termeni opționali reprezintă o încercare de surmontare a acestor dificultăți conceptuale, dar rămâne, cu toate acestea, circumscrisă cadrului de analiză clasic.

Depășirea deficitelor modelelor clasice a înregistrat, în schimb, progrese palpabile în cadrul așa-numitului curent al neo-clasicismului financiar. Ne vom referi în continuare succint doar la teoria finanțării ierarhice, teoria semnalelor și teoria agenției - dezvoltări care reprezintă cel mai complet curentul menționat.

Finanțarea ierarhică a întreprinderii (pecking order theory) stabilește o ordine de preferință (ierarhie) a modalităților de finanțare și nu urmărește prioritar obținerea unei structuri financiare care să minimizeze costul capitalului: de exemplu, privilegiază autofinanțarea, privește îndatorarea ca a doua alegere și recurge la creșteri de

Scanned with OKEN Scanner

capital abia la urmă etc. Alegerea ierarhiei finanțărilor depinde de mixul de interese şi obiective regăsite în interiorul şi în jurul întreprinderii.

Teoria agenției abordează structura financiară prin prisma explicațiilor organizaționale ale întreprinderii. Această teorie integrează complexitatea modurilor de organizare a deciziilor pentru a lămuri opțiunile financiare şi formarea valorii de piață a întreprinderii. Ipoteza de bază a teoriei constă în a admite că există un conflict între acționari (furnizorii de capitaluri proprii), considerați mandanți, şi manageri (cei care decid în privința utilizării capitalurilor), considerați mandatari sau agenți. La aceste conflicte se adaugă şi diferendurile între manageri şi acționari, pe de o parte, şi creditori (furnizorii de fonduri externe), pe de altă parte. Structura financiară a întreprinderii este rezultatul direct al modului de arbitrare şi soluționare a acestor conflicte.

Teoria semnalelor se deosebeşte de precedenta teorie prin faptul că face abstracție de structura concretă de distribuție a puterii decizionale din întreprindere. Un investitor - posesor de capitaluri disponibile - îşi va plasa fondurile în diverse proiecte de investiții în funcție de semnalele venite din partea pieței, privilegiind anumite proiecte în detrimentul altora. Principalul semnal şi totodată criteriu de acceptabilitate a unui proiect investițional se referă la fluxul de lichidități aşteptate. În funcție de consistența fluxurilor de lichidități sperate, investitorul îşi va crea un anumit portofoliu de plasamente. Iar pentru întreprinderea la care investitorul respectiv este acționar, acest portofoliu se concretizează într-o politică de finanțare de o anumită factură care, după caz, privilegiază fie autofinanțarea (dacă previziunile privind fluxurile de lichidități sperate sunt optimiste), fie îndatorarea (dacă estimările privind fluxurile de lichidități sperate sunt mai rezervate) etc.

Modele de maximizare a valorii economice a întreprinderii. Această clasă de strategii financiare se focalizează direct, aşa cum sugerează însăşi denumirea ei generică, asupra modului în care întreprinderea creează valoare economică şi, prin aceasta, îşi sporeşte propria valoare de piață. Modelele strategice de maximizare a valorii întreprinderii, rămân financiare în esență, fiind, totuşi, mai complexe decât modelele prezentate anterior întrucât raționamentele care stau la baza lor au ca determinări nu numai criterii pur financiare, ci şi factori

Scanned with OKEN Scanner

care privesc direct exploatarea şi competitivitatea de piaţă a întreprinderii.

Se consideră că valoarea economică creată de întreprindere şi implicit valoarea ei de piaţă sunt rezultatele acţiunii a trei factori esenţiali: cash-flow-ul prezent, previziunile pe termen lung ale cash-flow-ului şi costul capitalului. Efectele convergente ale acestor factori se concretizează în mărimea valorii actuale a întreprinderii, care, în acest fel, se raportează nu numai la politicile de investiţie şi de finanţare, ci în primul rând la opţiunile strategice privind pieţele şi produsele întreprinderii. Aşadar, valoarea întreprinderii apare, în cadrul acestor modele, ca o valoare strategică, respectiv ca o valoare estimată într-o optică de continuitate a exploatării, pentru crearea de valoare economică, prin optimizarea folosirii tuturor resurselor întreprinderii şi nu doar a celor financiare.

Analiza procesului de creare a valorii întreprinderii poate fi abordată cu ajutorul a două mijloace:

- modelul „dreapta valorii", denumit şi modelul SPA (Strategic Planning Associates)
- modelele de evaluare.

Modelul „dreptei valorii" se bazează pe ideea fundamentală că o întreprindere crează valoare numai dacă rentabilitatea capitalurilor proprii este mai mare decât rentabilitatea sperată. Este introdus coeficientul I_v, denumit şi „levierul valorii":

$$I_v = Rf / E(Rf)$$

în care:

Rf = rentabilitatea financiară efectivă ca rentabilitate a capitalurilor proprii;

E(Rf) = speranţa de rentabilitate (vezi modelul MEDAF).

Un raport complementar I_v este rata Q (raportul Tobin):

Q = Valoarea de piaţă a cap. proprii / Valoarea contabilă a cap. proprii

Modelul „dreptei valorii" stabileşte relaţia între I_v şi Q:

$$Q = \alpha + \gamma I_v + \delta$$

Scanned with OKEN Scanner

în care:

α = valoarea medie a lui Q când I_v = 0, respectiv când Rf = 0, iar întreprinderea funcționează la nivelul pragului de rentabilitate;

γ = coeficient care exprimă relația dintre I_v specific întreprinderii evaluate și Q specific întregului sector de activitate al întreprinderii;

δ = termen rezidual exprimând diferența între Q estimat pentru întreprindere, în funcție de performanța sa economică, și Q real al întreprinderii.

Când Q > 1, întreprinderea creează valoare, iar când Q < 1, întreprinderea, prin funcționarea sa, își diminuează valoarea. Din acest model general au derivat alte două: Matricea profitabilității Marakon Associates și modelul Fruhan - Mc Kinsey.

În ceea ce privește „modelele de evaluare" a creerii de valoare, cele mai cunoscute sunt: modelul strategiei valorii Mc Kinsey; modelul EVA Stern - Stewart și modelul Feltham - Ohlson.

În cadrul *modelului strategiei valorii,* valoarea întreprinderii este descompusă în două componente:

Valoarea întreprinderii
=
Valoarea actuală a cash-flow-ului disponibil în timpul perioadei de previziune explicită
+
Valoarea actuală a cash-flow-ului disponibil în perioada de previziune non-explicită (valoarea reziduală)

Evaluarea presupune trei faze:

1) Previziunea cash-flow-ului disponibil (CFD).
2) Estimarea costului mediu ponderat al capitalurilor, care va servi în calitate de rată de actualizare a CFD previzionate.
3) Estimarea valorii reziduale.

Modelul valorii economice adăugate (EVA) a lui Stern-Stewart consideră că sursa valorii economice adăugate create de întreprindere într-o anumită perioadă este diferența pozitivă între rentabilitatea economică obținută de întreprindere și costul mediu ponderat al capitalurilor atrase de aceasta:

Scanned with OKEN Scanner

$$EVA = (R_e - cmpc) \times AE$$

în care:
R_e = rentabilitatea economică (Rezultatul exploatării / Activ economic);
cmpc = costul mediu ponderat al capitalurilor atrase de întreprindere;
AE = activul economic utilizat de întreprindere.

Pe baza EVA poate fi determinată valoarea adăugată de piață (MVA), definită ca valoare actuală a unei serii de EVA:

$$MVA_t = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+cmpc)^t}$$

În consecință, valoarea de piață a întreprinderii în momentul t poate fi stabilită în felul următor:

$$V_{t0} = AE_{t0} + MVA_t$$

În viziunea modelului Stern-Stewart, obiectivul central al managementului constă în maximizarea EVA, care este privită ca un indicator global al performanței strategice a întreprinderii.

Modelul Feltham-Ohlson evidențiază relația de co-dependență dintre valoarea de piață şi valoarea sperată actuală a dividendelor. Este un model care permite utilizarea datelor reale oferite de piețele financiare.

Modelele de evaluare a procesului de creare a valorii economice , în special „dreapta valorii", modelul strategiei valorii şi modelul EVA, prezintă o viziune reconciliantă a opticilor financiară, contabilă, economică şi strategică a întreprinderii. În acest fel, ele facilitează promovarea unui demers global strategic complex, punând la dispoziția managementului instrumente pentru luarea unor decizii strategice în măsură să influențeze real creşterea valorii întreprinderii prin realizarea unor obiective cum ar fi îmbunătățirea rentabilității economice a capitalurilor investite, efectuarea unor investiții noi care ar determina obținerea unor rentabilități superioare, reducerea costului capitalurilor atrase prin ameliorarea structurii financiare, diminuarea riscurilor specifice întreprinderii, dezvoltarea pe bază de sinergii interne a unor noi domenii de afaceri.

Scanned with OKEN Scanner

1.4. Aplicație rezolvată

Durata de realizare a unei investiții este de 5 ani. Costurile investiției conform devizului sunt:
1) amenajarea halei de producție – 2000 mii lei
2) achiziționarea echipamentului tehnologic – 3500 mii lei
3) transportul, montarea, reglajele şi probele echipamentului – 1000 mii lei
4) obținere avize, aprobări, licențe etc. – 1500 mii lei
5) formarea resurselor umane – 1000 mii lei
6) studii de fundamentare şi cheltuieli de marketing al proiectului – 1000 mii lei

Previziunea elementelor fluxului net de trezorerie pentru perioada de realizare a investiției – mii lei
Profit net (PN): an I = 1 000 lei, an II = 1500 lei, an III = 3000 lei, an IV = 7000 lei, an V = 10 000 lei.
Amortizări (Amo): an I = 500 lei, an II = 1000 lei, an III = 2000 lei, an IV = 3500 lei, an V = 4000 lei

Rata de actualizare (i) = 10%

Se cere:
Determinarea indicatorilor de fundamentare a investiției:
1) Valoarea actualizată netă;
2) Termenul de recuperare;
3) Indicele de profitabilitate actualizat;
4) Rata internă de rentabilitate.

Rezolvare:

1. Determinarea volumului investiției totale conform devizului, I_0:

I_0 = Amenajare hală + Achiziție echipament + Transport, montaj, reglare, probe + Formare resurse umane + Avize, aprobări, licențe + Studii de fundamentare şi cheltuieli de marketing

$I_0 = 2000 + 3500 + 1000 + 1500 + 1000 + 1000 = 10000$ mii lei

2. Determinarea fluxurilor de lichidități (cash-flow-urilor) anuale:

CF = profit net + amortizări

Scanned with OKEN Scanner

CF1 = 1500 lei
CF2 = 2500lei
CF3 = 5000lei
CF4 = 10500 lei
CF5 = 14000 lei

3. Calculul valorii actualizate nete:

$$VAN = \sum \frac{CFn}{(1+i)^n} - I_0$$

CF - flux de lichidități
n - anii perioadei de realizare a investiției
i - rata de actualizare
I_0 – investiția totală

$$VAN = \sum \frac{1500}{(1+0.1)^1} + \frac{2500}{(1.1)^2} + \frac{5000}{(1.1)^3} + \frac{10500}{(1.1)^4} + \frac{14000}{(1.1)^5} - 10000 = 13050{,}75 \text{ n}$$

lei

4. Determinarea termenului de recuperare

TR = Costul total al investiției I_0 / $CF_{an/act}$

$CF_{act/an}$ = CF mediu anual actualizat

a) Stabilirea $CF_{act/an}$:

$$(\sum \frac{1500}{(1+0.1)^1} + \frac{2500}{(1.1)^2} + \frac{5000}{(1.1)^3} + \frac{10500}{(1.1)^4} + \frac{14000}{(1.1)^5}) / 5 = 23050{,}75 \text{ mii lei} /$$

5 ani = 4610,15 mii lei

b) TR = 10000 / 4610,15 = 2,17 ani ≈ 2 ani şi 2 luni

5. Determinarea indicelui de profitabilitate:

$$IP = 1 + \frac{VAN}{I} = 1 + 13050{,}75 / 10000 = 1 + 1{,}305 = 2{,}305$$

Scanned with OKEN Scanner

Un leu investit generează în medie alți 2 lei și 30 de bani.

6. Determinarea ratei interne de rentabilitate RIR

Pentru RIR:

$$\sum_{t=1}^{n} CF_t(1+RIR)^{-t} - I_0 = 0$$

sau

$$\sum_{t=1}^{n} CF_t(1+RIR)^{-t} = I_0$$

Nu există o modalitate practică precisă de determinare a RIR, totuși aceasta poate fi stabilită prin interpolare lineară, folosind două rate de actualizare pentru determinarea VAN. Pentru rata de actualizare de 10% specifică proiectului, vom selecta, de exemplu, o rată alternativă de 40%, urmând să determinăm VAN și pe baza acesteia.

$$VAN_{40\%} = \sum \frac{1\,500}{(1+0.4)^1} + \frac{2\,500}{(1.4)^2} + \frac{5\,000}{(1.4)^3} + \frac{10\,500}{(1.4)^4} + \frac{14\,000}{(1.4)^5} - 10000 =$$

$$= 1071{,}42 + 1275{,}51 + 1822{,}15 + 2733{,}23 + 2603{,}1 - 10000 =$$

$$9505{,}41 - 10000 = -494{,}59 \text{ lei}$$

$$RIR = (N_1 I_2 - N_2 I_1) / (N_1 - N_2)$$

I_1 = prima rată de actualizare (10%)
N_1 = VAN calculată pe baza I_1
I_2 = a doua rată de actualizare (40%)
N_2 = VAN calculată pe baza I_2

$$RIR = (0{,}4 \times 13050{,}75 - 0{,}1 \times (-494{,}59)) / (13050{,}75 - (-494{,}59)) =$$

$$5220{,}3 + 49{,}559 / 13546{,}34 = 5269{,}859 / 13546{,}34 \approx 38{,}9\%$$

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 2

DIAGNOSTICUL PROCESULUI DE CREARE A VALORII ECONOMICE ADĂUGATE

2.1 Determinantele procesului de creare a valorii economice adăugate

Valoarea economică adăugată reprezintă expresia cash-flow-ului brut generat de întreprindere după remunerarea capitalurilor mobilizate. Rata de remunerare a capitalurilor este costul mediu ponderat al capitalurilor, respective rentabilitatea minimă pe care trebuie să o degaje investițiile realizate de întreprindere pentru a satisface simultan exigențele de rentabilitate ale acționarilor (prin costul capitalurilor proprii) şi exigențele de rentabilitate ale creditorilor (prin costul îndatorării). Aşadar, costul mediu ponderat al capitalurilor (cmpc) reprezintă remunerarea minimă cerută de ansamblul furnizorilor de fonduri financiare. Valoarea creată peste nivelul cmpc este o valoare economică adăugată, care rămâne în totalitate la dispoziția întreprinderii pentru finanțarea diferitor necesități.

Valoarea economică adăugată măsoară randamentul global al activului economic al firmei (AE), respectiv capacitatea investițiilor totale realizate în afacere de a produce bogăție. Întrucât principal sursă de valoare este activitatea de exploatare (de bază) a firmei, referențialul pentru procesul de generare a valorii economice este reprezentat de rata rentabilității economice (R_e) măsurată prin rezultatul exploatării considerat după impozitul pe profit (RE (1 – t)):

$$R_e = \frac{RE\ (1-t)}{AE}$$

în care t este cota impozitului pe profit.

Valoarea economică adăugată rezultă din compararea mărimii R_e cu nivelul cmpc. Firma generează valoare economică adăugată ori de câte ori R_e este superioară în raport cu cmpc. În toate celelalte situații, firma nu crează, ci consumă valoare economic. Având în vedere aceste elemente, prezentăm schema logică de stabilire a valorii economice adăugate (fig. 4). Schema prezentată relevă faptul că valoarea economică adăugată se formează sub influența a doi factori de importanță majoră: 1) diferența între rentabilitatea economică și costul mediu ponderat al capitalului, denumită *rata generării valorii economice* și 2) valoarea activului economic exploatat de firmă. *Pentru a stimula procesul de creare a valorii economice adăugate, firma trebuie să acționeze în sensul creșterii nivelului ratei generării valorii economice și dezvoltării volumului activului economic.*

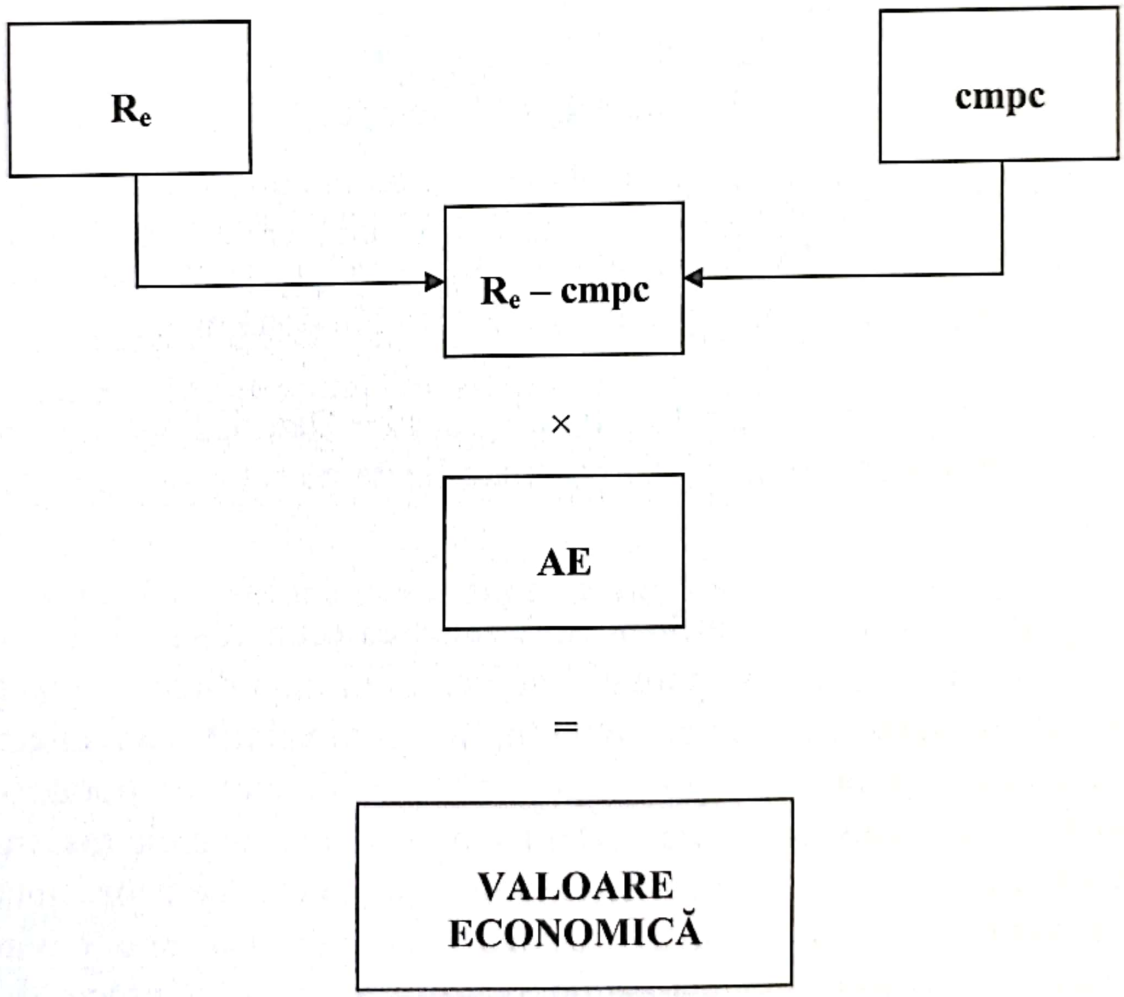


Fig. 4 Procesul de creare a valorii economice adăugate

Primul factor – rata generării valorii economice – este de natură calitativă și caracterizează intensitatea și eficacitatea exploatării

Scanned with OKEN Scanner

patrimoniului economic al firmei. Această rată depinde, la rândul său, de factorii particulari care intervin în formarea rentabilității economice şi costului mediu ponderat al capitalului. Elementele de configurare a rentabilității economice şi factorii de influență a costului mediu ponderat al capitalurilor urmând a fi analizați într-o secțiune ulterioară. Evident, cu cât mai mare este diferența între rentabilitate şi costul mediu al capitalului, cu atât valoarea economică generată de firmă este mai important şi invers. Desigur, în anumite condiții dezvoltarea afacerii poate implica creşterea simultană a nivelului rentabilității şi nivelului costului capitalurilor mobilizate. Este important ca, în termeni relativi (procentuali), creşterea rentabilității economice să fie mai mare față de cea a costului capitalurilor, pentru a asigura consolidarea bazei calitative a procesului de creare a valorii economice adăugate:

$$\% \Delta R_e > \% \Delta cmpc$$

Al doilea facor – mărimea activului economic – este de natură cantitativă, descriind volumul global al resurselor economice alocate afacerii. Activul economic poate fi determinat în două moduri:

1) Activ economic = Capitaluri proprii + Datorii financiare nete
2) Activ economic = Active imobilizate nete + Nevoia de fond de rulment

Activul economic influențează valoarea economică adăugată în două moduri distincte şi aparent divergente: în mod direct şi pozitiv, prin dimensiunea sa absolută, ca multiplicator al valorii economice; în mod indirect şi negativ, prin faptul că rentabilitatea economică se calculează asupra valorii sale, astfel încât un activ economic mai mare are semnificația unei rentabilități mai mici şi, pe cale de consecință, a unei valori economice adăugate mai restrânse. Cu alte cuvinte, creşterea activul economic pe de o parte stimulează procesul de generare a valorii economice adăugate şi mărimea finală a acesteia, iar, pe de altă parte, le penalizează. În acest fel, impactul activului economic asupra valorii economice adăugate are un caracter ambiguu.

Scanned with OKEN Scanner

2.2. Sensibilitatea rezultatului exploatării în raport cu variațiile dimensiunii activului economic

Se pune problema în ce condiții, totuşi, efectele pozitive exercitate de creşterea activului economic depăşesc ca anvergură şi intensitate efectele negative? Răspunsul se află în caracterul relației dintre rezultatul exploatării şi activul economic, mai exact în tipul de sensibilitate dezvoltat de rezultatul exploatării în funcție de variațiile activului economic. Putem discuta, aşadar, despre *elasticitatea rezultatului exploatării în raport cu modificările volumului activului economic,* care arată cu câte procente variază nivelul rezultatului exploatării, atunci când dimensiunea activului economic variază cu un procent:

$$E_{RE/AE} = \frac{\Delta RE}{RE} : \frac{\Delta AE}{AE} = \frac{\Delta RE}{\Delta AE} \times \frac{AE}{RE}$$

Acest coeficient de elasticitate poate lua valori atât pozitive, cât şi negative. Valorile negative au semnificația evoluțiilor în acelaşi sens ale rezultatului exploatării şi activului economic, în timp ce valorile negative semnalizează evoluții opuse ale celor două variabile. În tab. 3 este prezentat impactul variației activului economic asupra fluxului de valoare economic adăugată în funcția de valorile înregistrate de coeficientul de elasticitate $E_{RE/AE}$.

Evoluții ale valorii economice în funcție de coeficientul $E_{RE/AE}$

Tab. 3

Evoluții \ $E_{RE/AE}$	**E < 0**	**E = 0**	**0 < E < 1**	**E = 1**	**E > 1**
Creştere AE	Valoarea economică scade	Valoarea economică scade	Valoarea economică scade	Valoarea economică nu se modifică	Valoarea economică creşte
Scădere AE	Valoarea economică creşte	Valoarea economică creşte	Valoarea economică creşte	Valoarea economică nu se modifică	Valoarea economică scade

Scanned with OKEN Scanner

Se conturează următoarea concluzie: pentru toate valorile coeficientului $E_{RE/AE}$ mai mici de 1, evoluțiile valorii economice adăugate şi activului economic au sensuri opuse – în condiții *caeteris paribus*, creşteri ale activului economic determină scăderi ale valorii economice generate de firmă şi, invers, diminuări ale activului economic produc creşteri ale valorii economice adăugate; atunci când $E_{RE/AE}$ este egal cu 1, variațiile activului economic, oricare ar fi sensul lor, nu provoacă modificări ale valorii economice adăugate; pentru valorile $E_{RE/AE}$ mai mari ca 1, creşterea activului economic generează creşterea valorii economice adăugate, iar scăderea activului economic cauzează reducerea valorii economice adăugate.

Se observă că, pentru $0 < E_{RE/AE} < 1$, chiar dacă rezultatul exploatării creşte atunci când activul economic creşte, valoarea economică adăugată are, totuşi, o evoluție negativă. Numim acest fenomen *iluzia rentabilității*. Cum poate fi explicat acest fenomen paradoxal? Valorile coeficientului de elasticitate din intervalul menționat au semnificația următoare: creşterea cu un procent a activului economic se traduce printr-o creştere mai mică de un procent a rezultatului exploatării. Dezvoltând raționamentul, în aceste condiții, numitorul ratei de rentabilitate economică (activul economic) creşte mai rapid decât numărătorul acestei rate (rezultatul exploatării). În consecință, valoarea ratei de rentabilitate economică va tinde să scadă. Or, aceasta înseamnă şi diminuarea nivelului ratei generării valorii economice (R_e – cmpc). Cu cât mai apropiat de valoarea 0 este coeficientul $E_{RE/AE}$, cu atât mai drastică este reducerea nivelului ratei R_e, atenuând efectele pozitive ale creşterii valorii absolute a activului economic asupra valorii economice adăugate.

De asemenea, am văzut că şi pentru valori negative ale $E_{RE/AE}$ creşterea volumului activului economic cauzează scăderi ale valorii economice. Numim acest fenomen *acumulare sterilă de patrimoniu*. Ambele fenomene semnalate – iluzia rentabilității şi acumularea sterilă – au la origine aceleaşi cauze: erodarea factorilor calitativi, intensivi de stimulare a eficienței economice. Aceşti factori țin, în principal, de gradul de sofisticare a afacerii şi de încorporare a inovațiilor în procesele de creare a valorii economice. În alți termeni, factorii respectivi rezumă cunoaşterea investită în procesele economice. Funcția lor constă în contracararea evoluției descrescătoare a randamentelor factorilor de producție înglobați în activul economic.

Scanned with OKEN Scanner

Randamentele descrescătoare apar atunci când, în pofida creşterii volumului absolut al activului economic, eficienţa exploatării elementelor constitutive ale acestuia nu este îmbunătăţită. De aceea, mai mult activ economic nu înseamnă întotdeauna şi performanţe mai bune. Fără accesarea factorilor de dezvoltare intensivă, afacerea se va îndrepta spre zona dezvoltării preponderent extensive, caracterizată printr-o eficienţă economică relativă tot mai scăzută, deşi cantitatea absolută a resurselor economice mobilizate este tot mai mare. La un moment dat – atunci când coeficientul de elasticitate $E_{RE/AE}$ ia valori negative – continuarea procesului de acumulare patrimonială, respectiv de extindere a volumului activului economic – nu se va mai solda cu evoluţii pozitive ale valorii economice create, ci, dimpotrivă, va determina reducerea acesteia.

2.3. Posibilităţi de intensificare a creării valorii economice adăugate

Perioadele de dezvoltare extensivă prin acumulare cantitativă trebuie, prin urmare, alternate cu perioade de dezvoltare preponderant intensivă, în timpul cărora să fie efectuate ajustări calitative ale structurilor patrimoniale şi de exploatare, în scopul ameliorării modului de organizare şi funcţionare a proceselor de afaceri, astfel încât generarea valorii economice să fie impulsionată. Or, acest demers presupune schimbarea modelului de afacere (modul generic de procurare a veniturilor şi realizare a cheltuielilor), ceea ce implică, în mod fundamental, dezvoltarea şi îmbogăţirea competenţelor cheie deţinute de firmă şi, în consecinţă, adaptări importante ale tipului de avantaje concurenţiale pe care se va baza succesul afacerii. Logica demersului este prezentată în fig. 5.

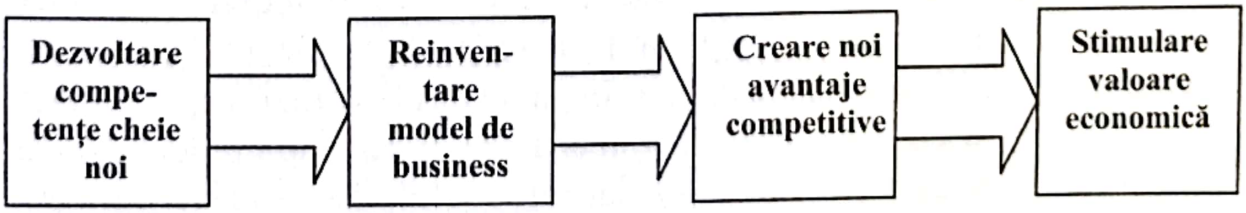


Fig. 5 Demersul de stimulare a valorii economice

Scanned with OKEN Scanner

Competențele cheie reprezintă abilitatea, capacitatea sau priceperea firmei de a executa anumite funcții, activități sau operațiuni, esențiale pentru procesele de creare a valorii economice, în condiții de eficiență semnificativ mai bune decât cele ale concurenților. Principalele zone funcționale în care pot fi localizate și dezvoltate competențele cheie sunt:

- *Vânzările,* firma având capacitatea de a vinde și de a comunica cu piața mai eficient decât o fac principalii competitori.
- *Execuția / fabricația,* firma pricepându-se să organizeze, desfășoare și monitorizeze în condiții de eficiență superioară fluxurile operaționale, asigurând, în acest fel, flexibilitatea, operativitatea, economicitatea și calitatea acestora.
- *Inovarea de produse, tehnologii și sisteme,* firma deținând abilități evidente în ceea ce privește inventarea, dezvoltarea și difuzarea elementelor de noutate, în măsură să amelioreze, incremental sau disruptiv, oferta, activitățile și performanțele financiare.

Noile competențe cheie se concretizează într-o manieră diferită de organizare și funcționare a firmei. Or, aceasta atrage inevitabil reconfigurarea fluxurilor economic-financiare de bază, respectiv adoptarea unui nou model de business. Orice model de business explică de unde firma își obține principalele venituri, implicit de unde vin principalele încasări, și care sunt cele mai importante categorii de cheltuieli, respectiv spre ce zone se îndreaptă cu prioritate plățile efectuate de firmă. În alți termeni, de unde vin și încotro pleacă banii afacerii. Aceste aspecte esențiale depind în mod decisiv de arhitectura fluxurilor operaționale interne și de consistența relațiilor firmei cu mediul economic. Practic, modelul de afaceri specifică două aspecte esențiale: 1) spre ce segmente ale clientelei va fi îndreptată oferta firmei (cuplurile „produs – piață") și 2) ce faze ale procesului de creare a valorii vor fi realizate în interiorul firmei (operațiunile internalizate) și ce elemente ale afacerii vor fi cumpărate de pe piață (operațiunile externalizate). Așadar, modelul de afaceri reflectă „mecanismul de producție" sau schema principială a procesului de creare a valorii economice adăugate.

Scanned with OKEN Scanner

Avantajele competitive reprezintă acele aspecte ale ofertei şi modului de operare a firmei care o fac mai atractivă, din perspectiva clienţilor, comparativ cu principalii concurenţi. Efecte directe ale competenţelor cheie şi eficienţei organizării modelului de afaceri, avantajele competitive au funcţia de diferenţiere pozitivă a firmei pe piaţă. În felul acesta, avantajele concurenţiale asigură vânzări mai bune şi, pe această cale, un nivel al rentabilităţii economice peste nivelul mediu observat în domeniul de afaceri în care firma îşi desfăşoară activitatea. De asemenea, o funcţie importantă a avantajelor concurenţiale constă, printre altele, în asigurarea unui cost mediu al capitalurilor atrase sub nivelul mediu al pieţei. Un avantaj competitiv real poate rezulta dintr-o structură financiară a firmei care minimizează costul finanţării în comparaţie cu cel pe care trebuie să-l suporte concurenţii. Aşadar, avantajele concurenţiale se concretizează, în ultimă instanţă, în niveluri ale rentabilităţii economice şi costurilor medii ponderate ale capitalurilor care permit degajarea unui flux consistent de valoare economică adăugată.

Operaţionalizarea demersului prezentat necesită o perspectivă integratoare, sistemică asupra afacerii, care transcende substanţial optica strict financiară. Obiectivul maximizării valorii economice adăugate reprezintă, din acest motiv, ţinta efortului managerial de ansamblu şi nu doar o preocupare exclusivă a managementului financiar. Indiscutabil, maximizarea valorii economice adăugate determină creşterea valorii globale a afacerii, iar aceasta, aşa cum s-a văzut, reprezintă un obiectiv specific al managementului funcţiei financiare a firmei.

2.4. Aplicaţie rezolvată

Se dau următoarele informaţii despre firma X pentru trei ani consecutivi:

lei

Nr crt	Indicator	An 1	An 2	An 3
1.	Activ imobilizat net	38160	43830	49212
2.	Nevoia de fond de rulment	67387	60884	47273
3.	Cota impozitului pe profit	16%	16%	16%
4.	Rezultatul exploatării	- 206	24984	33633
5.	Capitaluri proprii	19671	26276	42214

Scanned with OKEN Scanner

Nr crt	Indicator	An 1	An 2	An 3
6.	Datorii financiare	87963	79312	57146
7.	Trezorerie netă	2087	874	2875
8.	Cheltuieli financiare	13647	14518	11508
9.	Dobânda la bonuri de tezaur emise de stat	6%	6%	6,3%
10.	Primă de risc solicitată de investitori	20%	15%	10%

Se cere determinarea:

1) Rata creerii valorii economice adăugate R_{CVEA};
2) Valoarea economică adăugată anuală;
3) Valoarea firmei prin metoda valorii de randament simplă, folosind în calitate de factor de capitalizare costul mediu ponderat al capitalului (cmpc).

Rezolvare:

1) Determinarea R_{CVEA}

1.1) Determinarea activului economic AE

a) AE = Activ imobilizat net + Nevoia de fond de rulment
AE_1 = 105547lei; AE_2 = 104714 lei; AE_3 = 96485 lei

b) AE = capitaluri proprii + datorii financiare nete
Datorii financiare nete (DFN) = Datorii financiare – trezorerie netă
DFN_1 = 85876 lei; DFN_2 = 78438 lei; DFN_3 = 54271 lei
AE_1 = 105547 lei; AE_2 = 104714 lei; AE_3 = 96485 lei

1.2) Determinarea rezultatului exploatării după deducerea impozitului pe profit:

$RE(1 - t) = RE(1 - t)$, *t = cota impozitului pe profit*
RE_1 = - 206 × (1 – 0,16) = - 173,04 lei
RE_2 =24984 × 0,84 = 20986,56 lei
RE_3 = 33633 × 0,84 = 28251,72 lei

1.3) Determinarea rentabilității de exploatare R_e:

$R_e = RE(1 - t) / AE$
R_{e1} = - 0,16%

Scanned with OKEN Scanner

$R_{c2} = 20,04\%$
$R_{c3} = 29,28\%$

1.4) Determinarea costului mediu ponderat al capitalurilor (cmpc):

a) Stabilirea costului capitalurilor proprii (ccp)
ccp = rată câştig fără risc + primă de risc
$ccp_1 = 6\% + 20\% = 26\%$
$ccp_2 = 6\% + 15\% = 21\%$
$ccp_3 = 6,3\% + 10\% = 16,3\%$

b) Determinarea costului datoriilor purtătoare de dobânzi (cdpd)
cdpd = Ch. financiare × (1 – t) / DFN
$cdpd_1 = 13647 \times (1 - 0,16) / 85876 = 13,34\%$
$cdpd_2 = 14518 \times (1 - 0,16) / 78438 = 15,54\%$
$cdpd_3 = 11508 \times (1 - 0,16) / 54271 = 17,81\%$

c) Determinarea cmpc
Capitalul permanent = AE

$$cmpc_1 = 26\% \times \frac{19671}{105547} + 13,34\% \times \frac{85876}{105547} = 15,61\%$$

$cmpc_2 = 16,9\%$, $cmpc_3 = 17,15\%$

1.5) Determinarea R_{CVEA}
$R_{CVEA} = R_e - cmpc$
$R_{CVEA1} = -0,16\% - 15,61\% = -15,77\%$
$R_{CVEA2} = 20,04\% - 16,9\% = 3,14\%$
$R_{CVEA3} = 29,28\% - 17,15\% = 12,13\%$

2) Determinarea fluxurilor anuale VEA
$EVA = R_{CEVA} \times AE$
$EVA_1 = -15,77\% \times 105547 = -16664,76$ lei
$EVA_2 = 3,14\% \times 104714 = 3288,01$ lei
$EVA_3 = 12,13\% \times 96485 = 11703,63$ lei

Scanned with OKEN Scanner

Comentariu: În anul 1, firma nu generează, ci, dimpotrivă, consumă valoare economică prin funcționarea sa; abia în anii 2 şi 3, firma reuşeşte să genereze valoare economică adăugată peste aşteptările minime ale furnizorilor de capital (acționarii şi creditorii).

3) Evaluarea firmei prin metoda cerută

$$VF = R / k$$

R = rezultat economic, în cazul nostru – EVA.
k = rată de capitalizare a rezultatului economic, în cazul nostru – cmpc.

Aşadar:

VF = EVA / cmpc
VF_1 = - 106756,95 lei
VF_2 = 19455,68 lei
VF_3 = 68242,74 lei

Concluzie: în primul an, valoarea de randament simplă a firmei este negativă, deoarece în acel an firma a generat un flux EVA negativ; în anii 2 şi 3, datorită faptului că EVA a înregistrat valori pozitive şi crescătoare, VF a luat valori pozitive tot mai mari.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 3

COMPLEXITATEA NOȚIUNII DE CASH-FLOW

3.1. Relația dintre rezultatele economice şi trezoreria firmei

Rezultatele economice ale firmei reprezintă o sursă de fonduri în măsura în care diferite trepte de acumulare contribuie la întărirea potențialului de finanțare prin generarea unor resurse financiare reale şi nu doar a unor fluxuri financiare contabile, scriptice. În afară de argumentația tradițională privind modul de formare a rezultatului net, bazată pe cascada soldurilor intermediare de gestiune (marje de acumulare financiară evidențiate prin intermediul confruntării succesive a diferitor niveluri ale veniturilor şi cheltuielilor), poate fi invocată şi o altă logică de abordare a formării rezultatelor şi anume în funcție de capacitatea diferitor trepte de acumulare economică de a furniza resurse financiare efective.

Profitul net al exercițiului reprezintă o sursă de finanțare pe care firma şi-o poate atribui integral sau parțial după prelevarea dividendelor către acționari şi constituirea rezervelor financiare. În pofida acestor considerații, profitul net nu reprezintă decât un fragment din potențialul de finanțare global al firmei, deoarece se stabileşte ca diferență între veniturile şi cheltuielile totale ale unei perioade.

Dacă extindem puțin aria conceptuală de abordare a problemei, noțiunea de surplus sau excedent monetar ar putea oferi o imagine mai concludentă a potențialului financiar global al firmei. Plasându-ne în continuare în perimetrul logicii contabile, care diferențiază veniturile şi cheltuielile perioadei în funcție de natura lor (de exploatare, financiare şi extraordinare), constatăm că surplusul financiar îşi poate avea originea în activitatea de exploatare, sub forma excedentului brut de exploatare, sau poate proveni din întreaga activitate a firmei, fiind,

în acest caz, un surplus monetar global – capacitatea de autofinanțare. Indiferent de nivelul de abordare, aceste surplusuri sunt excedente ale veniturilor monetare (încasabile) în raport cu cheltuielile monetare (plătibile). Surplusul monetar constituie, totuşi, o potențialitate de finanțare.

Extinzând şi mai mult cadrul analizei, este posibilă evidențierea efectelor modului de creare a surplusurilor monetare asupra echilibrului financiar al firmei. Acest impact se concretizează în situația trezoreriei şi are ample repercusiuni în ceea ce priveşte lichiditatea firmei. Relația fundamentală între surplusul monetar şi trezorerie (ca expresie concentrată a echilibrului financiar) poate fi rezumată în felul următor:

Excedent de trezorerie (de exploatare sau global)
=
Surplus monetar (de exploatare sau global)
–
Variația NFR

Variația nevoii de fond de rulment este factorul care transformă o potențialitate financiară în resurse financiare reale. Variația NFR corespunde nevoii de finanțare suplimentare a unor elemente patrimoniale „lichide", de natură ciclică, în principal creanțe-clienți şi stocuri. Creşterea NFR implică un consum adițional de lichidități. Surplusurile monetare, respectiv aporturile potențiale de lichidități, se convertesc în lichidități efective numai după finanțarea variațor NFR.

Chiar şi o firmă rentabilă poate resimți presiuni de trezorerie, fiind dezechilibrată financiar, dacă variația NFR este superioară surplusului monetar al perioadei (EBE sau CAF). Pentru a înțelege mai bine conținutul economic al acestei corelații, trebuie să distingem între noțiunea de flux de fonduri şi noțiunea de flux de trezorerie (lichidități).

Fluxul de fonduri este o variație a nevoilor sau a resurselor de finanțare. Fluxul de trezorerie fie un flux de intrări de lichidități (încasări), fie un flux de ieşiri de lichidități (plăți). În felul acesta, fluxul de fonduri, pozitiv sau negativ, reprezintă doar un flux de trezorerie potențial, între cele două categorii de fluxuri putând exista diferențe semnificative. Decalajele se datorează, în principal,

Scanned with OKEN Scanner

variațiilor înregistrate nevoii de fond de rulment (după caz, de exploatare sau globală).

Surplusurile monetare, EBE sau CAF, reprezintă fluxuri de fonduri generate de ciclul de exploatare, respectiv de întreaga activitate a firmei. Astfel, EBE este acea parte a CAF generată doar de activitatea de exploatare. Având în vedere aceste delimitări, introducem următoarele expresii de calcul:

EBE = Venituri de exploatare încasabile – Cheltuieli de exploatare plătibile

CAF = Venituri totale încasabile – Cheltuieli totale plătibile

Variațiile NFR, de exploatare sau globală, condiționează gradul de lichiditate a EBE, respectiv a CAF, având la origine decalajele dintre momentul angajării cheltuielilor sau înregistrării veniturilor, pe de o parte, şi momentul plății efective, respectiv încasării efective a acestora, pe de altă parte. Fluxurile de fonduri materializate în EBE şi în CAF reprezintă doar nişte mutații contabile, transformându-se în trezorerie exclusiv pe măsura plății cheltuielilor şi a recuperării lor ca urmare a încasării efective a veniturilor realizate. Deosebirea dintre surplusul monetar şi trezorerie constă în „lichiditatea imobilizată", mărimea căreia este egală cu diferența dintre veniturile monetare realizate dar încă neîncasate şi cheltuielile monetare angajate dat încă neplătite:

Trezorerie = Surplus monetar – Venituri rămase de încasat – Cheltuieli rămase de plată

În acest mod, veniturile monetare înregistrate, dar ce vor fi încasate abia în exercițiile viitoare, nu generează lichidități reale în cursul exercițiului de referință. Cu cât este mai mică valoarea acestei categorii de cheltuieli, cu atât mai importantă este partea lichidă a surplusului monetar creat şi invers. Cheltuielile monetare angajate, dar plătibile abia în exercițiile viitoare, nu consumă realmente lichiditățile exercițiului de referință. De aceea, cu cât mai mare este valoarea lor, cu atât mai consistentă este partea lichidă a surplusului monetar degajat de firmă şi invers.

Scanned with OKEN Scanner

Cheltuielile monetare rămase de plată pentru exercițiile următoare sunt, de fapt, un gen de „împrumut“ pe care mediul economic îl acordă firmei. Veniturile monetare de încasat în viitor reprezintă, în schimb, un „împrumut“ pe care firma îl acordă mediului economic. În primul caz este vorba de resurse financiare puse la dispoziția firmei, în cel de-al doilea caz sunt implicate resurse potențiale ale firmei, imobilizate în folosul unor terți, pentru perioade determinate de timp. Pentru asigurarea lichidităților este necesar ca durata sau scadența plăților restante să fie mai mare decât perioada de încasare a veniturilor monetare rămase neîncasate. În alți termeni, firma trebuie să beneficieze pentru o perioadă mai îndelungată de timp de „împrumuturile“ primite (resursele financiare temporare obținute de la diferite componente ale mediului economic) în comparație cu durata propriilor imobilizări de lichidități făcute în favoarea unor terți. Simplificând la maxim, firma trebuie să încaseze mai repede și mai mult decât plătește.

Fluxurile de trezorerie, care determină modificarea soldului disponibilităților la sfârșitul exercițiului, nu sunt omogene nici sub aspectul originii lor, nici din punct de vedere al destinațiilor și beneficiarilor, chiar dacă trezoreria firmei are un caracter unitar.

3.2. Dimensiunile conceptului de cash-flow

În continuare, vom detalia conceptul de cash-flow - fluxul de trezorerie netă. Cash-flow-ul sau fluxul de lichidități reprezintă variația disponibilului pe parcursul unei perioade timp, fiind expresia diferenței dintre încasări (intrările monetare) și plăți (ieșirile monetare):

$$\text{Cash-flow} = \text{Încasările perioadei} - \text{Plățile perioadei}$$

Disponibilitățile sau trezoreria netă a firmei la sfârșitul exercițiului poate fi determinată pe baza relației:

$$\text{Disponibil la sfârșit } (TN_1) = \text{Disponibil la început } (TN_0) + \text{Încasări} - \text{Plăți}$$

Scanned with OKEN Scanner

Trecând TN_0 în partea stângă a relației, rezultă:

$$TN_1 - TN_0 = \text{Încasări} - \text{Plăți} = \text{Cash-flow}$$

Pe această bază, putem deduce că variația trezoreriei nete pe parcursul exercițiului – $\Delta TN = TN_1 - TN_0$ – este, de fapt, cash-flow-ul acelui exercițiu, care se prezintă în calitate de chintesență a echilibrului financiar al firmei. Fluxul de lichidități are semnificația unui câştig monetar net pentru proprietarii firmei, câştig degrevat de orice obligație de plată în sens de impozite şi taxe, rambursări de datorii, cheltuieli pentru investiții etc., rezumând modificarea (creşterea sau scăderea) proprietății care este firma.

Ultima relație sugerează că originea cash-flow-ului trebuie căutată în modul în care firma îşi construieşte echilibrul financiar, depinzând, aşadar, de calitatea corelării între nevoile şi resursele de finanțare. Ecuațiile care reflectă echilibrul financiar al firmei sunt următoarele:

$$TN = \text{Fond de rulment} - \text{Nevoia de fond de rulment}$$
$$\Delta TN = \Delta FR - \Delta NFR$$
$$FR = NFR + TN$$

Variația trezoreriei nete apare, în acest mod, şi ca diferență între variația fondului de rulment şi variația nevoii de fond de rulment. Se ştie, însă, că:

$$\Delta FR = \Delta\text{Resurse financiare stabile} - \Delta\text{Nevoi financiare stabile}$$

De asemenea, se cunoaşte că:

$$\Delta NFR = \Delta\text{Nevoi financiare ciclice} - \Delta\text{Resurse financiare ciclice}$$

În consecință:

Scanned with OKEN Scanner

Cash-flow = ΔResurse stabile – ΔNevoi stabile – ΔNevoi ciclice + ΔResurse ciclice = (ΔResurse stabile + ΔResurse ciclice) – (ΔNevoi stabile + ΔNevoi ciclice) =

= ΔResurse financiare totale – ΔNevoi financiare totale

Trebuie precizat că în nevoile ciclice, pe termen scurt, nu sunt incluse disponibilitățile, iar resursele financiare ciclice sunt considerate fără creditele de trezorerie. Ultima expresie arată că variația trezoreriei nete se poate produce atât ca urmare a modificărilor în elementele ciclice, schimbări induse de operațiunile curente (de gestiune), cât şi a modificărilor produse în elementele stabile ale structurii financiar-patrimoniale, schimbări datorate operațiunilor de finanțare şi investiții. Prin urmare, variația globală a trezoreriei – cash-flow-ul propriu-zis – este compusă din variația trezoreriei prin operațiunile de gestiune curentă şi din variația trezoreriei prin operațiunile de finanțare şi investiții:

ΔTN = Cash-flow = Cash-flow din operațiuni curente + Cash-flow din operațiuni de finanțare şi investiții

Cash-flow-ul din operațiunile curente reprezintă partea lichidă a surplusului monetar global net (după deducerea impozitului pe profit), creat de activitatea curentă a firmei – SMG_{net}. „Monetar" înseamnă că sunt luate în calcul numai veniturile de exploatare încasabile şi numai cheltuielile de exploatare plătibile. În felul acesta:

SMG_{net} = Venituri de exploatare încasabile – Cheltuieli de exploatare plătibile – Impozit pe profit

Acest mod de calcul al SMG_{net} sugerează concluzia că mărimea sa este determinată, în principal, de profitul net şi amortizări, astfel încât, cu o anumită aproximație:

SMG_{net} = Profit net + Amortizări

Or, această sumă reprezintă nu altceva decât capacitatea de autofinanțare, stabilită într-o logică aditivă. Rezultă că: SMG_{net} =

Scanned with OKEN Scanner

CAF. Fără îndoială, CAF este un cash-flow potențial, care se transform în lichidități doar pe măsura reglării veniturilor şi cheltuielilor, respective a încasării sau plății acestora. Diferența dintre veniturile realizate în exercițiul de referință, dar încasabile efectiv în exercițiile următoare, şi cheltuielile înregistrate în exercițiul de referință, dar plătibile în viitor reprezintă variația nevoii de fond de rulment. Ținând cont de aceste implicații, introducem următoarea relație:

$$\text{Cash-flow curent} = SMG_{net} - \Delta NFR = CAF - \Delta NFR$$

Surplusul monetar global creat de activitățile ce urmăresc modificarea elementelor patrimoniale stabile, în cadrul operațiunilor de finanțare şi investiții, poate fi determinat în felul următor:

SMG_{fi} = Cesiuni de imobilizări + Intrări de datorii financiare + Infuzii de capital propriu - Achiziții de imobilizări (investiții) - Rambursări de datorii financiare - Retrageri de capital propriu

Relația de mai sus poate fi rescrisă astfel:

SMG_{fi} = (Cesiuni de imobilizări - Achiziții de imobilizări) + (Creşteri de capital - Reduceri de capital) + (Datorii financiare noi - Rambursări de datorii financiare)

Pentru a asigura pertinența calculelor, din valoarea imobilizărilor trebuie excluse amortizările, rezultând în felul acesta valoarea netă a imobilizărilor, iar din creşterea capitalurilor proprii trebuie dedus profitul net. În urma acestei prelucrări, relația de mai sus devine:

ΔCapital propriu + ΔDatorii financiare - ΔImobilizări - Amortizări - Profit net = ΔCapital propriu (fără profit) + Δ Datorii financiare - ΔImobilizări nete - (Amortizări + Profit net)

Întrucât (ΔCapital propriu (fără profit) + Δ Datorii financiare - ΔImobilizări nete) nu este altceva decât variația findului de rulment

Scanned with OKEN Scanner

(ΔFR), iar suma (Amortizări + Profit net) este capacitatea de autofinanțare a firmei (CAF), rezultă că:

Cash-flow din operațiuni de finanțare și investiții = ΔFR – CAF

Adunând relațiile de calcul al cash-flow-ului curent și cash-flow-ului din operațiunile de finanțare și investiții, obținem:

Cash-flow curent + Cash-flow din finanțare și investiții
=
CAF – ΔNFR + ΔFR – CAF
=
ΔFR – ΔNFR = ΔTN

Demonstrația de mai sus arată structura procesului prin care operațiunile curente, pe de o parte, și operațiunile de finanțare și investiții, pe de altă parte, se află la originea cash-flow-ului perioadei.

3.3. Cash-flow-ul ca sinteză a echilibrului financiar al firmei

Mărimea cash-flow-ului este funcție de calitatea echilibrului financiar al firmei. Cash-flow-ul constituie un element fundamental al echilibrului financiar, fiind expresia *echilibrului monetar,* între încasările și plățile perioadei – al treilea nivel al echilibrului financiar global. Primele două niveluri ale acestuia sunt:

1) *Echilibrul structural* între elementele financiare stabile, din care rezultă variația fondului de rulment (ΔFR).
2) *Echilibrul funcțional* între elementele financiare ciclice, explicând modul de utilizare a fondului de rulment pentru acoperirea variației nevoii de fond de rulment (ΔNFR).

Echilibrul structural generează cash-flow-ul din activitățile de finanțare și investiții, în timp ce echilibrul funcțional stă la baza cash-flow-ului current.

Efectul cumulate al primelor două niveluri ale echilibrului, conturat în urma confruntării dintre ΔFR și ΔNFR, este echilibrul monetar, având ca expresie cash-flow-ul global. Pe această logică se

Scanned with OKEN Scanner

fundamentează modul de articulare a tabloului „nevoi - resurse", instrument analitic cu ajutorul căruia poate fi explicat modul de realizare a echilibrului financiar şi rezultatul acestui echilibru – variaţia trezoreriei nete sau cash-flow-ul.

Tabloul „nevoi - resurse" sugerează că „piatra unghiulară" a echilibrului financiar este CAF, care reprezintă un cash-flow potenţial global net, fiind cea mai important resursă de finanţare a firmei. Transformarea CAF în trezorerie reală depinde de maniera în care lichiditatea activelor se corelează cu exigibilitatea elementelor de pasiv. CAF devine cash-flow real numai în măsura în care structura activelor asigură o lichiditate superioară în raport cu exigibilitatea pasivelor: firma încasează mai mult şi mai repede decât plăteşte.

Aşadar, mărimea şi structura CAF determină cash-flow-ul. În acelaşi timp, CAF, în postura de surplus financiar este una dintre expresiile cele mai elocvente ale rentabilităţii firmei. Prin urmare, şi cash-flow-ul este o măsură a rentabilităţii. Acest lucru devine cât se poate de evident dacă analizăm relaţia general de calcul ala cash-flow-ului:

Cash-flow = Venituri încasate – Cheltuieli plătite

Ultima relaţie sugerează că, în realitate, cash-flow-ul este partea „încasată" a excedentului monetar global creat de firmă de-a lungul unei perioade. În alţi termini, cash-flow-ul reflect „rentabilitatea lichidă", câştigul economic al firmei materializat într-un flux monetar net real. Elementele prezentate susţin următoarele concluzii:

- Cash-flow-ul este expresia cea mai „pură", sintetică a echilibrului financiar al firmei.
- În acelaşi timp, cash-flow-ul reflect un rezultat economic foarte important al activităţii de ansamblu a firmei, fiind, de aceea, o dimensiune fundamental a rentabilităţii.

Cash-flow-ul este elementul care conciliază cele două dimensiuni majore ale sănătăţii financiare a firmei – rentabilitatea şi echilibrul – aflate, adesea, în conflict. Asigurarea echilibrului financiar impune o atitudine prudenţială, bazată pe respectarea severă a următoarelor reguli:

a) *Regula echilibrului financiar minim,* conform căreia resursele utilizate pentru finanţarea activelor trebuie să se afle la

Scanned with OKEN Scanner

dispoziția firmei o perioadă cel puțin egală cu durata de imobilizare.

b) *Regula îndatorării maxime,* conform căreia mărimea fondurilor împrumutate pe termen lung nu trebuie să depășească mărimea capitalurilor proprii ale firmei.

c) *Regula autofinanțării maxime,* conform căreia firma trebuie să tindă să-şi finanțeze o parte cât mai mare a investițiilor pe baza fondurilor proprii şi abia apoi să recurgă în acest scop la îndatorare.

Aceste reguli urmăresc configurarea şi menținerea unor structuri financiare echilibrate, capabile să asigure lichiditatea şi solvabilitatea firmei – capacitatea de a onora obligațiile de plată prin intermediul unor resurse financiare adecvate sub aspectul termenelor de folosire şi provenienței lor. Respectarea regulilor de echilibru financiar are ca obiectiv preîntâmpinarea situațiilor în care lichiditatea activelor este inferioară în comparație cu exigibilitatea pasivelor. Atunci când sunt semnalate situații de această natură, înseamnă că firma este nevoită să plătească mai mult decât încasează, iar intrările de fonduri sunt mai mici decât ieşirile de fonduri. Este vorba, deci, de o „hemoragie monetară" prin care firma pierde resurse de trezorerie. Activitatea firmei, chiar dacă este rentabilă, nu poate genera, totuşi, o capacitate de plată consistent, firma consumând mai multe lichidități decât produce.

Maximizarea rezultatelor economice, respectiv a rentabilității necesită frecvent creşteri masive ale volumului imobilizărilor şi nevoii de fond de rulment. Finanțarea acestor investiții implică, în numeroase cazuri, încălcarea regulilor de echilibru financiar, fiind realizată în cadrul unor structuri financiare fragile, care, în anumite condiții, pot induce incapacitatea de plată a firmei.

Un cash-flow pozitiv al perioadei arată că, incontestabil, firma este rentabilă şi, concomitent, se sprijină pe structuri financiare echilibrate, fiind, în consecință, şi solvabilă. În virtutea acestei duble poziții, putem să-i atribuim cash-flow-ului calitatea de criteriu de judecare a sănătății şi viabilității financiare având un grad ridicat de pertinență.

Scanned with OKEN Scanner

3.4. Abordarea cash-flow-ului în funcție de destinații

Cash-flow-ul este fluxul monetar net revenit în exclusivitate firmei. Beneficiarii cash-flow-ului sunt, de aceea, furnizorii capitalurilor atrase şi utilizate de firmă. Din acest motiv, cash-flow-ul se află la dispoziția celor care au contribuit, prin resurse specific, la finanțarea firmei. Există două categorii de furnizori de capitaluri: acționarii (pentru capitalurile proprii) şi creditorii (pentru capitalurile împrumutate). Fiecare dintre aceste două categorii aşteaptă să fie remunerată, în mod adecvat, prin însuşirea unei părți din întregul cash-flow disponibil (CFD), determinat ca diferență între încasările şi plățile generate de totalitatea operațiunilor curente şi de capital (finanțări, rambursări, investiții, dezinvestiții). Astfel, sub aspectul destinației, CFD se împarte în casg-flow-ul disponibil pentru acționari şi cash-flow-ul disponibil pentru creditori:

$$CFD = CFD_{acț} + CFD_{cred}$$

CFD se cuvine tuturor celor care au investit capitaluri în firmă. Distribuția CFD între acționari şi creditori se face, în principal, în funcție de modificările produse în structura financiară pe parcursul exercițiului considerat. În cazul firmelor neîndatorate pe termen lung (fără datorii financiare), care se autofinanțează integral, CFD pentru acționari este egal cu CFD.

$CFD_{acț}$ este acel fragment al cash-flow-ului global curent rămas după finanțarea creşterii economice a firmei, concretizată în variațiile imobilizărilor şi nevoii de fond de rulment, şi după deducerea CFD_{cred}, reprezentând de fapt diferența între dobânzile plătite şi variația soldului datoriilor financiare:

$$CFD_{acț} = CF_{crt} - \text{Creştere economic} - CFD_{cred}$$

Dacă firma nu este îndatorată pe termen lung, atunci:

$$CFD_{acț} = CF_{crt} - \text{Creştere economic} = CFD$$

În continuare, considerăm următoarele relații funcționale:

$$\text{Creştere economică} = \Delta\text{Imobilizări} + \Delta\text{NFR}$$

$$CFD_{cred} = \text{Dobânzi} - \Delta\text{Datorii financiare}$$

Scanned with OKEN Scanner

Pe baza acestor determinări, prezentăm în felul următor schemele de calcul al $CFD_{acț}$:

$$CFD_{acț} = CF_{crt} - (\Delta Imobilizări + \Delta NFR) - Dobânzi + \Delta Datorii\ financiare$$

Pentru firmele neîndatorate pe termen lung, expresia de calcul are o formă simplificată:

$$CFD_{acț} = CF_{crt} - (\Delta Imobilizări + \Delta NFR)$$

CF_{crt} – efect al activităților curente (de exploatare și financiare) – include și dobânzile, respectiv remunerarea creditorilor. Acest lucru este pus în evidență de relația analitică de calcul al cash-flow-ului curent:

$$CF_{crt} = Profit\ net + Amortizări + Dobânzi$$

sau

$$CF_{crt} = CAF + Dobânzi$$

Cash-flow-ul curent, denumit și cash-flow de gestiune, este, de fapt, capacitatea de autofinanțare înainte de plata dobânzilor către creditori. În mod cât se poate de clar, rezultă că CF_{crt} reprezintă un surplus monetar net determinat fără a se ține cont de structura financiară, respectiv de compoziția capitalurilor utilizate de firmă. CF_{crt} devine CFD abia după achitarea dobânzilor, prin procesul de reglare a decalajelor care se produc la nivelul creanțelor-clienți și stocurilor, pe de o parte, și datoriilor de exploatare, pe de altă parte:

$$CFD = CF_{crt} - \Delta NFR - Dobânzi = CAF - \Delta NFR$$

Rezultă că mărimea cash-flow-ului disponibil pentru acționari este:

$$CFD_{acț} = CF_{crt} \pm (\Delta Imobilizări + \Delta Datorii\ financiare)$$

Scanned with OKEN Scanner

Factorul (ΔImobilizări + ΔDatorii financiare) constituie, în realitate, cash-flow-ul degajatde activitățile de finanțare și investiții. De aceea:

$$CFD_{acț} = CF_{crt} \pm CF_{fi}$$

În fig.6 sunt prezentate relațiile dintre diferite categorii de cash-flow. Săgețile orientate de la stânga spre dreapta indică trecerea de la o categorie mai cuprinzătoare de cash-flow spre una mai restrictivă. Cash-flow-ul curent este, din punct de vedere al mărimii, cel mai important, iar cash-flow-ul disponibil pentru acționari – cel mai puțin restrâns.

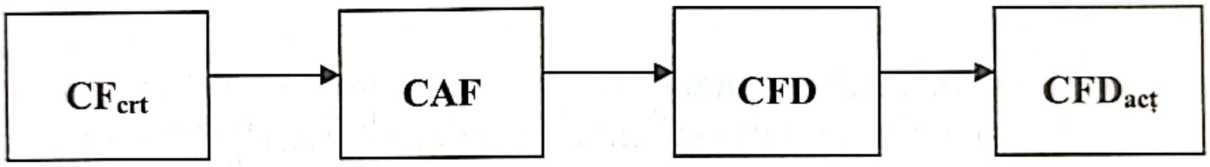


Fig. 6 Cash-flow-ul – dimensiune financiară stratificată

Cash-flow-ul este un concept complex, având manifestări și forme multiple. În același timp, el evidențiază o realitate financiară cât se poate de simplă – variația disponibilităților sau lichidităților la dispoziția firmei. Așadar, cash-flow-ul are în vedere modificarea trezoreriei (stocului de monedă), care este unică pentru ansamblul firmei, indiferent de structura activității și compoziția capitalurilor utilizate.

3.5. Aplicații rezolvate

Aplicația 1

Previziunea veniturilor și cheltuielilor firmei pentru următoarele 3 exerciții (în mii lei) sunt următoarele:

Scanned with OKEN Scanner

Nr. crt	Indicatori	An 1	An 2	An 3
1	venituri totale	6000	6000	6300
2	cheltuieli totale	5500	5400	5500
3	amortizari	310	372	496
4	rezerve constituite	110	128	128
5	creşteri anuale ale nevoiei de fond de rulment (NFR)	25	30	36
6	investiţii anuale	30	30	30

Se cere:

Determinarea cash-flow-urilor anuale

CFn = PN + amortizare + rezerve - ΔNFR – investiţii

Rezolvare:

1.Calculul profiturilor anuale:

PN = (venituri totale – cheltuieli totale) × (1-t);

t = cota impozitului pe profit

PN_1 = (6000-5500) × (1-0,16) = 420 mii lei

PN_2 = (6000-5400) × (1-0,16) = 504 mii lei

PN_3 = (6300-5500) × (1-0,16) = 672 mii lei

2. Determinarea CF anuale:

CF_1 = 420 + 310 + 110 – 25 – 30 = 785 mii lei

CF_2 = 504 + 372 + 128 – 30 – 30 = 944 mii lei

CF_3= 672 + 496 + 128 – 36 – 30 = 1230 mii lei

Aplicaţia 2

Se dă următorul bilanţ contabil pentru începutul şi sfârşitul perioadei:

mii lei

Activ	Început	Sfârşit
1. Imobilizări	700	750
2. Stocuri + Creanţe	250	300
3. Disponibilităţi	100	110
Total	1050	1160

Scanned with OKEN Scanner

Pasiv	Început	Sfârşit
1. Capitaluri proprii	680	700
2. Datorii termen lung	220	260
3. Datorii de exploatare	150	200
Total	1050	1160

Se mai cunosc următoarele date preluate din Contul de rezultate pentru sfârşitul perioadei:

1. cifra de afaceri – 2100 mii lei;
2. cheltuieli monetare de exploatare – 650 mii lei;
3. amortizari – 100 mii lei;
4. dobanzi – 110 mii lei.

Se cere :

1. cash flow de gestiune;
2. cash flow disponibil;
3. cash flow disponibil pentru actionari;
4. cash flow disponibil pentru creditori.

Rezolvare:

1.Determinarea cash flow-ului de gestiune (CF gestiune)

CFgestiune = profit net + amortizări + dobânzi

Profit brut:

PB = cifra de afaceri – cheltuieli monetare exploat. – amortizări – dobânzi

PB = 2100 – 650 - 100 – 110 = 1240 mii lei

PN = PB × (1-t); *t = cota impozitului pe profit*

PN = 1240 × (1-0,16) = 1240 × 0,84 = 1041,6 mii lei

CFgestiune = 1041,6 + 100 + 110 = 1251,6 mii lei

2.Calculul cash flow-ului disponibil (CFdisponibil)

CFdisponibil = CFgestiune – variația imobilizărilor – variația NFR

Δ imob = $imob_1 - imob_0$ + amortizări

Δimob = 750 – 700 + 100 = 150 mii lei

Δ NFR = $NFR_1 - NFR_0$

Scanned with OKEN Scanner

NFR = stocuri + creanțe – datorii de exploatare

NFR_0 = 250 – 150 = 100 mii lei

NFR_1 = 300 – 200 = 100 mii lei

ΔNFR = 100 – 100 = 0 lei

CFdisponibil = 1251,6 – 150 = 1101,6 mii lei

3.Determinarea cash flow-ului disponibil pentru acționari (CFDacționari)

CFDacționari = profit net – variația capitalurilor proprii

Δ cap. proprii = cap. $propriu_1$ – cap. $propriu_0$

Δ cap. proprii = 700 – 680 = 20 mii lei

CFDacționari = 1041,6 – 20 = 1021,6 mii lei

4.Calculul cash flow-ului disponibil pentru creditori

CFDcreditori = dobânzi - Δdatorii pe termen lung

Δ datorii pe termen lung = dat pe termen $lung_1$ – dat pe termen $lung_0$

Δ datorii pe termen lung = 260 – 220 = 40 mii lei

CFDcreditori = 110 – 40 = 70 mii lei

Metoda de verificare a corectitudinii calculului:

CFD = CFDacționari + CFDcreditori + Δdisponibilități

Δdisponibilități = $disponibilități_1$ – $disponibilități_0$

Δdisponibilități = 110 – 100 = 10 mii lei

CFD = 1021,6 + 70 + 10 = 1101,6 mii lei

Aplicația 3

Grupul de firme X este alcătuit din firmele X1 si X2 cu obiecte de activitate diferite. La sfârşitul exercițiului, X1 si X2 prezintă următoarele raportări financiare (se presupune că bilanțul şi contul de rezultate consolidate ale grupului X sunt date de simpla suma a raportărilor financiare X1 si X2):

Scanned with OKEN Scanner

Bilanțurile X1, X2 şi X sunt următoarele:

mii lei

Activ	**X1**	**X2**	**X**
Imobilizări	1000	500	1500
Stocuri	450	250	700
Creanțe	350	200	550
Disponibilități	50	100	150
Total A	1850	1050	2900
Pasiv	**X1**	**X2**	**X**
Capital propriu	800	300	1100
Datorii pe termen lung	400	300	700
Datorii exploatare	650	450	1100
Total P	1850	1050	2900

Conturile de rezultate pentru X1, X2 şi X :

mii lei

Indicatori	**X1**	**X2**	**X**
Venituri din exploatare	5000	2000	7000
Cheltuieli monetare pentru exploatare	3890	1650	5540
Amortizări	150	100	250
Dobânzi	160	150	310
Impozit pe profit	200	25	225

Se cere :

1. Determinarea CFD pentru întregul grupul de firme X;
2. Determinarea CFD pentru firma X1;
3. Determinarea CFD pentru firma X2;
4. Discutaţi diferența dintre veniturile / cheltuielile monetare (cele care generează încasări / plăți efective) şi veniturile / cheltuielile non-monetare sau calculate (cele care nu generează plăți sau încasări efective) şi impactul ambelor categorii asupra lichidităților firmei.

Rezolvare:

1.Determinarea CFD X :

a)Determinarea excedentului brut înainte de plata dobânzii şi a impozitului.

Scanned with OKEN Scanner

EBIT X = venit din exploatare – cheltuieli monetare de exploatare – amortizare

EBIT X = 7000 – 5540 – 250 = 1210 mii lei

b)Determinarea CFD :

CFD X = EBIT – impozit pe profit + amortizare – investiții

CFD X = 1210 – 225 + 250 – 250 = 985 mii lei

Notă: se apreciază ca în perioada viitoare se vor face numai investiții de menținere, nu şi investiții de dezvoltare. Investițiile de menținere se finanțează de regulă pe baza fondului de amortizare. Prin urmare: Investiții = Amortizări.

2.Determinarea CFD pentru X1

EBIT X1 = 5000 – 3890 – 150 = 960 mii lei

CFD X1 = 960 – 200 + 150 – 150 = 760 mii lei

3. Determinarea CFD X2

EBIT X2 = 2000 – 1650 – 100 = 250 mii lei

CFD X2 = 250 – 25 +100 – 100 = 225 mii lei

Verificare: CFD X = CFD X1 + CFD X2 = 760 + 225 = 985 mii lei

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 4

PERFORMANȚA FINANCIARĂ ÎNTRE RENTABILITATE ŞI CASH-FLOW

4.1. Relevanța rentabilității ca măsură a performanței financiare a firmei

Poate fi considerată rentabilitatea în calitate de indicator sintetic, care exprimă cel mai bine eficiența utilizării resurselor economice ale firmei? Există, desigur, numeroase argument în favoarea acestui indicator. Totuşi, situația paradoxală şi deloc rară, când firma, la sfârşitul exercițiului, înregistrând un rezultat contabil pozitiv şi fiind, prin urmare, rentabilă, nu are şi o trezorerie pozitivă, întâmpinând dificultăți majore în asigurarea continuității plăților, ne determină să reflectăm mai profund asupra capacității indicatorului rentabilitate de a surprinde fidel eficiența economic global a firmei.

Situațiile de genul celor invocate mai sus pot cauza falimentul firmei. Sănătatea financiară a firmei, care teoretic este rentabilă, poate fi compromisă prin faptul că exigibilitatea pasivelor este superioară lichidității activelor, rezultând o trezorerie netă negativă şi, ca efect direct al acesteia, incapacitatea de plată. Principal explicație ar consta în decalajele dintre înregistrarea în contabilitate a veniturilor şi cheltuielilor şi scadența lor ca încasări şi plăți efective, decalaje nu rareori critice pentru sănătatea financiară a firmei. Iată de ce paradoxul menționat este doar unul aparent, iar o firmă rentabilă nu este automat viabilă din punct de vedere financiar. În schimb, *orice firmă care îşi asigură echilibrul între nevoile de finanțare şi resursele financiare este simultan rentabilă.*

Rentabilitatea economic (R_e) se calculează, printre altele, prin raportarea rezultatului exercițiului (RE) sau, de cele mai multe ori, a EBE la activul economic al firmei (AE):

$$R_e = \frac{RE}{AE} \text{ sau } R_e = \frac{EBE}{AE}$$

Astfel, EBE reprezintă resursa financiară principal a firmei, exprimând acumularea economic brută din activitatea de exploatare (de bază) a firmei. Avantajul şi totodată relevanţa informaţională a agregatului EBE rezultă din faptul că acest sold intermediary de gestiune nu depinde de politicile de finanţare / investiţii, de amortizare şi constituire a rezervelor, de politica fiscal a statului, de deciziile privind repartizarea profitului sau de apariţia unor evenimente de natură extraordinară.

În pofida acestui argument, EBE nu este decât o resursă de trezorerie potenţială, un cash-flow potenţial brut generat de operaţiunile de exploatare. Convertirea EE în trezorerie disponibilă are lor loc doar în condiţiile asigurării echilibrului între nevoile şi resursele financiare ale exploatării:

EBE = Venituri încasabile din exploatare – Cheltuieli plătibile pentru exploatare

Expresia de mai sus poate fi dezvoltată după cum urmează:

EBE
=
(Venituri încasate în cursul exerciţiului – Cheltuieli plătite în cursul exerciţiului)
+
(Venituri de încasat în exer. următoare – Cheltuieli de plătit în exer. următoare)

Rezultă că numai o parte din veniturile şi cheltuielile de exploatare corespunzătoare exerciţiului se concretizează în decursul acestuia sub forma fluxurilor de intrări şi ieşiri de lichidităţi, prin confruntarea cărora se formează trezoreria netă a perioadei. Veniturile şi cheltuielile exerciţiului de referinţă scadente în exerciţiile următoare exprimă nevoi de finanţare temporare şi, respectiv, resurse financiare temporare afectate exploatării. Aceste nevoi şi resurse, comparate cu

Scanned with OKEN Scanner

soldul lor de la începutul perioadei, reflect variația nevoii de fond de rulment din exploatare (ΔNFRE).

Din punct de vedere structural, EBE este sursa excedentului de trezorerie al exploatării (ETE), rezultat după acoperirea ΔNFRE:

$$EBE = ETE + \Delta NFRE$$

De unde rezultă că:

$$ETE = EBE - \Delta NFRE$$

În numeroase situații, chiar şi în condițiile unei dimensiuni absolute semnificative a EBE, creşterea NFRE poate să absoarbă o parte important a acestuia. Trezoreria de exploatare, rezultată în acest mod, nu va putea asigura echilibrul financiar şi solvabilitatea. Deteriorarea situației poate continua datorită deficitului de trezorerie produs de operațiunile de finanțare şi investiții. În felul acesta, cu un EBE ridicat şi cu o rentabilitate economică pozitivă, firma poate traversa acute crize de trezorerie.

Aşadar, EBE şi R_e ne pot induce în eroare. Care ar fi atunci indicatorul financiar potrivit? Considerăm că un astfel de indicator ar putea fi cash-flow-ul sau variația disponibilităților (trezorerie) pe parcursul perioadei.

Mărimea cash-flow-ului exercițiului poate fi stabilită prin însumarea trezoreriei degajată de operațiunile de gestiune (CF_{gest}) şi trezoreriei degajate de operațiunile de finanțare şi investiții. La rândul, său CF_{gest} se calculează în felul următor:

$$CF_{gest} = \text{Rezultatul exploatării} + \text{Amortizări} \pm \text{Rezultatul financiar} \pm \text{Rezultat extraordinar} - \text{Impozit pe profit}$$

Într-o formă oarecum schematizată, CF_{gest} poate fi stabilit şi pe baza relației:

$$CF_{gest} = \text{Rezultat net} + \text{Amortizări} + \text{Dobânzi}$$

Acest mod de calcul sugerează că CF_{gest} se suprapune semnificativ peste cash-flow-ul curent (CF_{crt}). Componenta de bază a

Scanned with OKEN Scanner

CF_{gest} este, în virtutea importanței activității de exploatare, cash-flow-ul de exploatare (CF_{expl}):

$$CF_{gest} = EBIT - Impozit\ pe\ profit + Amortizări \pm$$

În numeroase situații, datorită ponderii majore a activității de exploatare, mărimile CF_{gest} și CF_{expl} sunt identice. Această egalitate rezultă din corelația:

Rezultat net + Amortizări + Dobânzi = EBIT – Impozit pe profit + Amortizări

EBIT este rezultatul contabil înainte de deducerea impozitului pe profit și dobânzilor:

EBIT = Venituri totale – Cheltuieli totale (fără dobânzi și impozit pe profit)

sau

EBIT = Rezultatul exploatării ± Rezultatul financiar (fără dobânzi) ± Rezultatul extraordinar

După plata dobânzilor și impozitului pe profit, rezultă profitul net contabil al exercițiului.

CF_{gest} este expresia performanței financiare a activității curente a firmei (de exploatare și financiară), reprezentând surplusul de disponibilități generat sau, dimpotrivă, diminuarea trezoreriei. Un CF_{gest} negativ apare atunci când operațiunile curente ale firmei consumă trezorerie în loc s-o genereze: plățile sunt superioare încasărilor, erodând capacitatea de autofinanțare.

Așa cum am arătat, furnizorii de capitaluri – acționarii și creditorii – sunt interesați cel mai mult de nivelul cash-flow-ului disponibil (CFD).

CFD = Profit net – ΔCapital propriu + Dobnzi – ΔDatorii financiare

Valoarea (Profit net – ΔCapital propriu) reprezintă CFD pentru acționari, iar valoarea (Dobnzi – ΔDatorii financiare) este CFD pentru creditori. CFD evidențiază modul în care CF_{expl} sau CF_{gest}

Scanned with OKEN Scanner

susţin creşterea economic a firmei şi remunerarea capitalurilor proprii şi împrumutate. Un CFD pozitiv şi crescător relevă faptul că firma, pe baza CF_{expl} sau CF_{gest}, este capabilă să realizeze investiţii de dezvoltare şi să ramburseze împrumuturi, fără a apela la angajamente externe suplimentare. În felul acesta:

$$CFD = CF_{expl} \text{ (sau } CF_{gest}) - (\Delta \text{Imobilizări} + \Delta \text{NFR})$$

Sugerăm că determinarea rentabilităţii economice prin considerarea cash-flow-ului şi nu a EBE reprezintă o modalitate mai pertinentă de evaluare a randamentului economic global al activităţilor desfăşurate de firmă:

$$R_e = \frac{CFD}{AE}$$

Rentabilitatea financiară (profitabilitatea capitalurilor proprii), care în variant clasică se calculează prin raportarea profitului net la mărimea capitalurilor proprii, poate fi determinată pe baza relaţiei:

$$R_f = CFD_{acţ} / \text{Capitaluri proprii}$$

sau

$$R_f = (\text{Profit net} - \Delta \text{Capitaluri proprii}) / \text{Capitaluri proprii}$$

Rentabilitatea economic a exploatării poate fi stabilită pe baza aceleiaşi logici:

$$R_{expl} = CF_{expl} / \text{Activ economic de exploatare}$$

Acivul economic de exploatare este format numai din imobilizările afectate activităţii de exploatare la care se adaugă nevoia de fond de rulment aferentă exploatării.

4.2. Capacitatea de autofinanţare ca formă a rentabilităţii

Profitul net nu reprezintă decât o parte a creşterii totale a patrimoniului firmei pe parcursul exerciţiului financiar. Aceasta deoarece profitul net se determină după deducerea amortizărilor

Scanned with OKEN Scanner

calculate şi a altor elemente de acumulare economic, care, în conformitate cu reglementările financiar-contabile, sunt incluse în cheltuielile exercițiului. Din perspectivă contabilă, aceste categorii de cheltuieli sunt destinate pentru a constata deprecierea anumitor active, care, la expirarea duratei normale sau economice de funcționare, sunt reînnoite pe baza acumulărilor menționate. Considerațiile prezentate sunt valabile şi pentru cheltuielile privind crearea diferitor rezerve. În concluzie, atât amortizările, cât şi rezervele reprezintă un gen de cheltuieli „fictive" sau „aparente", doar calculate, fără a fi şi plătite efectiv către terți, care nu presupun ieşiri reale de fonduri financiare şi diminuări ale trezorerie. În aceeaşi ordine de idei, reluarea amortizărilor şi rezervelor constituie venituri „fictive" sau „aparente", care nu implică intrări efective de fonduri financiare şi nu contribuie real la creşterea trezoreriei.

Resursele financiare proprii create de firmă de-a lungul exercițiului pot fi stabilite însumând profitul net şi cheltuielile calculate (amortizări şi rezerve) şi scăzând din valoarea obținută veniturile calculate (reluări asupra amortizărilor şi rezervelor), precum şi transferurile de cheltuieli. Acest mod de calcul corespunde metodei aditive de determinare a capacității de autofinanțare:

Capacitate de autofinanțare
=
Profit net
+
Amortizări şi rezerve de exploatare calculate
−
Reluări asupra amortizărilor şi rezervelor de exploatare
+
Amortizări şi rezerve financiare calculate
−
Reluări asupra amortizărilor şi rezervelor financiare
+
Valoarea contabilă a elementelor de imobilizări cedate
−
Venituri din cesiunea elementelor de active

Scanned with OKEN Scanner

Întrucât sunt de natura unor datorii (pe termen scurt sau lung), fiind, deci, potențial exigibile, în calculul capacității de autofinanțare a firmei nu pot fi incluse rezervele pentru acoperirea unor riscuri și cheltuieli.

Capacitatea de autofinanțare reprezintă ca mărime excedentul monetar global obținut după deducerea impozitului pe profit:

CAF = Excedent monetar global – Impozit pe profit

Dacă EBE este surplusul monetar potențial brut, generat de activitatea de exploatare și determinat ca diferență între veniturile din exploatare încasabile (monetare) și cheltuielile pentru exploatare plătibile (monetare), CAF reprezintă surplusul monetar global, deoarece rezultă din următoarea diferență:

CAF = Venituri totale încasabile – Cheltuieli totale plătibile

Așadar, CAF este excedentul monetar generat de întreaga activitate a firmei și nu doar de operațiunile de exploatare. Mărimea CAF diferă de cea a EBE prin faptul că ține cont de diferența între veniturile financiare și extraordinare încasabile și cheltuielile financiare și extraordinare plătibile:

CAF = EBE ± (Venituri financiare și extraordinare încasabile – Cheltuieli financiare și extraordinare plătibile) – Impozit pe profit

CAF nu trebuie confundat cu fluxul monetar net al exercițiului – cash-flow-ul – care reprezintă variația trezoreriei sau disponibilităților, fiind calculată ca diferență între încasări și plăți. Calcularea și reluarea amortizărilor / rezervelor nu generează decât fluxuri contabile, scriptice. Pot exista situații în care profitul net (stabilit ca diferență între veniturile totale și cheltuielile totale) nu se poate concretiza în resurse de trezorerie din cauza decalajelor prea mari între momentele de înregistrare a veniturilor și cheltuielilor și momentele în care au loc efectiv încasările și plățile.

Abordând capacitatea de autofinanțare prin prisma veniturilor și cheltuielilor, identificăm următoarele relații:

Scanned with OKEN Scanner

Cifră de afaceri – Cheltuieli variabile – Cheltuieli generale – Amortizări şi rezerve calculate = Profit impozabil – Impozit pe profit = Profit net

Profit net + Amortizări = Capacitate de autofinanţare

În acelaşi timp, relaţia de calcul al cash-flow-ului este:

Cifră de afaceri ± Variaţia creanţe-clienţi – Cheltuieli variabile ± Variaţia datorii de exploatare – Cheltuieli fixe plătite efectiv – Impozit pe profit = Cash-flow

Prin compararea acestor relaţii, este posibilă identificarea diferenţelor ce apar între capacitatea de autofinanţare şi cash-flow. Deosebirea fundamentală între cele două valori constă în faptul că mărimea cash-flow-ului nu conţine variaţia nevoii de fond de rulment, care reprezintă un consum de lichidităţi. În concluzie, CAF caracterizează solvabilitatea generală a firmei, respective lichiditatea ei potenţială, în timp ce cash-flow-ul este expresia directă şi concretă a lichidităţii:

Cash-flow (excedent de trezorerie global) = CAF – ΔNFR

Această relaţie se bazează pe aceeaşi logică ca şi expresia de calcul al ETE:

ETE = EBE – ΔNFRE

Diferenţa între cele două calcule constă în faptul că primul vizează surplusul monetar global (CAF) şi nu doar pe cel degajat de exploatare (EBE), luând în considerare variaţia întregii NFR (ΔNFR) şi nu doar pe cea asociată exploatării (ΔNFRE).

4.3. Sensibilitatea autofinanţării în raport cu variaţia volumului de activitate a firmei

Rata $\frac{CAF}{Cifră\ de\ afaceri}$ reflectă intensitatea degajării resurselor financiare proprii pe baza cifrei de afaceri realizate de firmă. Cu

Scanned with OKEN Scanner

ajutorul unui indicator de elasticitate poate fi stabilită sensibilitatea autofinanțării în raport cu variația nivelului de activitate a firmei, exprimată prin cifra de afaceri (CA):

$$E_{CAF} = \frac{\Delta CAF}{CAF} \div \frac{\Delta CA}{CA} = \frac{\Delta CAF}{\Delta CA} \times \frac{CA}{CAF}$$

Se poate demonstra că, cel puțin pe termen scurt, CAF este un element mai stabil în comparație cu profitul net. Prin termen scurt înțelegem acea perioadă de timp în decursul căreia variația cifrei de afaceri este realizată doar prin creşterea gradului de utilizare a capacității de operare actuale. Astfel, în ipoteza simplificatoare că CAF = Profit net + Amortizări, rezultă că ΔCAF = ΔProfit net + ΔAmortizări. În ipoteza că dimensiunea capacității de operare a afacerii este invariabilă, ΔAmortizări = 0, ceea ce înseamnă că ΔCAF = ΔProfit net + 0 = ΔProfit net.

Având în vedere considerațiile expuse, rescriem relația de calcul al E_{CAF} după cum urmează:

$$E_{CAF} = \frac{\Delta Profit\ net}{\Delta CA} \times \frac{CA}{(Profit\ net + Amortizări)}$$

Aceste argumente de fond ne îngăduie să tragem concluzia următoare: întrucât (Profit net + Amortizări) > Profit net, rezultă că $\frac{CA}{(Profit\ net+Amortizări)} < \frac{CA}{Profit\ net}$. Ținând cont de modul de determinare a levierului de exploatare (E), care presupune utilizarea expresiei de calcul $E = \frac{\Delta Profit\ net}{\Delta CA} \times \frac{CA}{Profit\ net}$, ajungem la concluzia finală că $E_{CAF} < E$, astfel încât, pe termen scurt, sensibilitatea CAF în raport cu variația cifrei de afaceri este inferioară comparativ cu sensibilitatea profitului net în raport cu aceeași variație. Stabilitatea sporită a autofinanțării se datorează faptului că ea încorporează amortizările ca element constitutive, care prin natura lor economică sunt cheltuieli fixe, suportate indiferent de volumul activității firmei.

Demonstrația prezentată arată că *o politică de consolidare fermă a stabilității şi securității financiare a firmei se referă, printre altele, la creşterea autofinanțării în special prin sporirea volumului*

Scanned with OKEN Scanner

amortizărilor. Promovarea acestei politici necesită, la rândul său, adoptarea de către firmă a unor regimuri de amortizare a imobilizărilor care să permită acumularea accelerată a amortizărilor (regimul progresiv şi regimul degresiv). Principalele restricţii în aplicarea acestei politici sunt legate de faptul că amortizările reprezintă un important cost fix, însemnând că eventuala lor creştere poate determina majorarea pragului de rentabilitate a firmei, cu implicaţii specifice în ceea ce priveşte accentuarea riscurilor economice şi de exploatare. Din acest motiv, opţiunea pentru politica menţionată trebuie examinată avându-se în vedere evoluţiile probabile ale altor elemente de cost fix şi ale cifrei de afaceri. Condiţiile optime pentru aplicarea politicii pot fi caracterizate astfel:

Ritm de creştere prag de rentabilitate < Ritm de creştere cifră de afaceri

Întrucât amortizările reprezintă o componentă a costurilor, evoluţia lor exercită efecte pregnante asupra preţurilor practicate de firmă. Creşterea costurilor ca urmare a creşterii amortizărilor calculate poate determina necesitatea majorării preţurilor. De aceea, politica autofinanţării preponderant prin amortizări este foarte eficientă atunci când cererea pentru produsele / serviciile firmei nu este caracterizată printr-o elasticitate mare în raport cu variaţiile preţului, eventualele majorări de preţ determinând extinderea cifrei de afaceri. Cererea elastică poate constrânge firma să-şi diminueze marjele de profit pentru a evita comprimarea cifrei de afaceri ca urmare a creşterii preţurilor de vânzare. Aşadar, succesul politicii este garantat când variaţia relativă (procentuală) a cererii este mai mică decât variaţia relativă a preţurilor, iar aceasta din urmă este mai mică decât variaţia relativă a amortizărilor:

Variaţie % cerere ≤ Variaţie % preţ ≤ Variaţie % amortizări

Deoarece între capacitatea de autofinanţare şi cifra de afaceri există o relaţie pozitivă, valorile luate de coeficientul de elasticitate E_{CAF} sunt pozitive. Astfel dacă:

1) $E_{CAF} < 1$, evoluţia CAF este inelastică în raport cu variaţiile cifrei de afaceri; modificarea cu un procent a cifrei de afaceri determină o modificare a CAF mai mică de un procent.

Scanned with OKEN Scanner

2) $E_{CAF} = 1$, elasticitatea CAF în raport cu variațiile cifrei de afaceri este unitară; variația cifrei de afaceri cu un procent produce o modificare a CAF de asemenea cu un procent.
3) $E_{CAF} > 1$, evoluția CAF în raport cu cifra de afaceri este elastică; modificarea cu un procent a cifrei de afaceri generează modificări ale CAF mai mari de un procent.
4) $E_{CAF} = 0$, evoluția CAF este total insensibilă în raport cu variațiile cifrei de afaceri; oricare ar fi modificarea cifrei de afaceri, nivelul CAF nu reacționează.

Capacitatea de autofinanțare este puternic dependentă de nivelul rentabilității obținută de firmă. În același timp, CAF semnalizează nivelul de solvabilitate a firmei, respective potențialul de finanțare prin resurse proprii a activităților sau lichiditatea potențială. În pofida acestui fapt, o CAF ridicată nu se concretizează întotdeauna în suficiente lichidități efective pentru a susține plățile firmei. Rentabilitatea și CAF pot înregistra evoluții divergente în raport cu evoluțiile lichidității. Diferența între CAF și cash-flow are la bază variația NFR, care absoarbe lichidități, fiind principal cauză a deficitelor de trezorerie.

Această problemă apare datorită decalajelor dintre fluxurile contabile și fluxurile de trezorerie. În realitate, profitul net și CAF nu sunt altceva decât agregate contabile, care nu coincide cu lichiditatea efectivă. Corespondența lor lichidă se regăsește frecvent în NFR, care poate absorbi în totalitate trezoreria, anulând-o. În consecință, atât creșterea profitului net, cât și cea a CAF se concretizează în consolidarea fondurilor proprii ale firmei, fără a genera în toate cazurile resurse de trezorerie. Aceste implicații devin și mai evidente dacă recurgem la expresia de calcul global al trezoreriei nete, ca diferență între fondul de rulment și nevoia de fond de rulment (TN = Fond de rulment – Nevoia de fond de rulment).

Astfel, chiar dacă fondul de rulment este pozitiv, poate rezulta o trezorerie netă negativă atunci când dimensiunea nevoii de fond de rulment este atât de mare încât absoarbe întregul excedent de resurse financiare degajate de elementele financiar-patrimoniale stabile (Fond de rulment = Capitaluri permanente – Active imobilizate nete).

Scanned with OKEN Scanner

4.4. Aplicații rezolvate

Aplicația 1

Să se calculeze capacitatea de autofinanțare a unei firme cunoscându-se următoarele informații: capitalurile proprii sunt 175.000 lei, rata rentabilității financiare calculată ca raport între profitul net şi capitalurile proprii este de 12%, iar cheltuielile cu amortizarea sunt 40% din profitul net.

Rezolvare:

$$Rf = \frac{\text{Profit net}}{\text{Capitaluri proprii}} \times 100$$

Profit net = Capitaluri proprii × R_f = 175.000 × 12% = 21.000 lei
Amortizarea = Profit net × 40% = 21.000 × 40% = 8.400 lei
CAF = Profit net + Amortizare = 21.000 + 8.400 = 29.400 lei

La formarea capacității de autofinanțare profitul net contribuie cu 71,43%, iar amortizarea contribuie cu numai 28,57%.

Aplicația 2

Să se determine capacitatea de autofinanțare prin cele două metode (aditivă şi deductivă) pe baza următoarelor date (contul de profit ți pierdere):

Scanned with OKEN Scanner

Contul de profit şi pierdere al întreprinderii X la 31.12.N (lei)

Denumirea indicatorului	Nr. Rd.	Exercițiul financiar	
		N-1	N
A	B	1	2
1.CIFRA DE AFACERI NETĂ (rd.02+03-04+05+06)	**01**	**158.280**	**158.390**
Producția vândută (ct.701+702+703+704+705+706+708)	02	156.160	156.280
Venituri din vânzarea mărfurilor (ct.707)	03	2.120	2.110
Reduceri comerciale acordate (ct.709)	04	-	-
Venituri din dobânzi înregistrate de entitățile radiate din Registrul general şi care mai au în derulare contracte de leasing (ct.766)	05	-	-
Venituri din subvenții de exploatare aferente cifrei de afaceri nete (ct.7411)	06	-	-
2. Venituri aferente costului producției în curs de execuție (ct.711+712) Sold C	07	2.670	1.410
Sold D	08	-	-
3. Producția realizată pentru scopuri proprii şi capitalizată (ct.721+722)	09	2.110	1.300
4. Alte venituri din exploatare (ct.758+7417+7815)	10	600	420
din care, venituri din fondul comercial negativ	11	-	-
VENITURI DIN EXPLOATARE – TOTAL (rd.01+07-08+09+10)	**12**	**163.660**	**161.520**
5.a) Cheltuieli cu materiile prime şi materialele consumabile (ct.601+602-7412)	13	54.490	38.740
Alte cheltuieli materiale (ct.603+604+606+608)	14	2.890	4.160

Scanned with OKEN Scanner

b) alte cheltuieli externe (cu energia şi apa) (ct.605-7413)	15	5.660	7.300
c) cheltuieli privind mărfurile (ct.607)	16	1.860	1.740
Reduceri comerciale primite (ct.609)	17	-	-
6.Cheltuieli cu personalul (rd.19+20), din care:	18	51.070	50.806
a) Salarii şi indemnizaţii (ct.641+642+643+644-7414)	19	39.960	39.900
b) Cheltuieli cu asigurările şi protecţia socială (ct.645-7415)	20	11.110	10.906
7. a) Ajustări de valoare privind imobilizările corporale şi necorporale (rd.22-23)	21	5.390	7.510
a.1) Cheltuieli (ct.6811+6813)	22	5.390	7.510
a.2) venituri (ct.7813)	23	-	-
b) Ajustări de valoare privind activele circulante (rd.25-26)	24	2.190	150
a.1) Cheltuieli (ct.654+6814)	25	18.830	7.650
a.2) venituri (ct.754+7814)	26	16.640	7.500
8. Alte cheltuieli din exploatare (rd.28 la 31)	27	14.850	21.720
8.1 Cheltuieli privind prestaţiile externe (ct.611+612+613+614+621 622+623+624+625+626+627+628-7416)	28	13.430	20.020
8.2 Cheltuieli cu alte impozite, taxe şi vărsăminte asimilate (ct.635)	29	750	830
8.3 Alte cheltuieli (ct.652+658)	30	670	870
Cheltuieli cu dobânzile de refinanţare înregistrate de entităţile radiate din Registrul general şi care mai au în derulare contracte de leasing (ct.666)	31	-	-
Ajustări privind provizioanele (rd.33-34)	32	11.400	14.860
Cheltuieli (ct.6812)	33	22.470	24.660

Scanned with OKEN Scanner

Venituri (ct.7812)	34	11.070	9.800
CHELTUIELI DE EXPLOATARE - TOTAL (rd.13 la 16 -17+18+21+24+27+32)	**35**	**149.800**	**146.986**
PROFITUL SAU PIERDEREA DIN EXPLOATARE		-	-
profit (rd.12-35)	36	13.860	14.534
pierdere (rd.35-12)	37	-	-
9. Venituri din interese de participare (ct.7611+7613)	38	20	33
din care veniturile obținute de la entități afiliate	39	-	-
10. Venituri din alte investiții şi împrumuturi care fac parte din activele imobilizate (ct.763)	40	-	-
din care veniturile obținute de la entități afiliate	41	-	-
11.Venituri din dobânzi (ct.766)	42	1.670	2.200
din care veniturile obținute de la entități afiliate	43	-	-
Alte venituri financiare (ct.762+764+765+767+768)	44	5.990	5.310
VENITURI FINANCIARE – TOTAL (rd.38+40+42+44)	**45**	**7.680**	**7.543**
12. Ajustări de valoare privind imobilizările financiare şi a investițiilor financiare deținute ca active circulante (rd.47-48)	46	-	-
Cheltuieli (ct.686)	47	-	-
Venituri (ct.786)	48	-	-
13. Cheltuieli privind dobânzile (ct.666-7418)	49	130	150
din care cheltuieli în relația cu entitățile afiliate	50	-	-
Alte cheltuieli financiare (ct.663+664+665+667+668)	51	6.150	5.010

Scanned with OKEN Scanner

CHELTUIELI FINANCIARE – TOTAL (rd.46+49+51)	**52**	**6.280**	**5.160**
PROFITUL SAU PIERDEREA FINANCIAR(Ă)			
Profit (rd.45-52)	53	1.400	2.383
Pierdere (rd.52-45)	54	-	-
PROFITUL SAU PIERDEREA CURENT(Ă)			
Profit (rd.12+45-35-52)	55	15.260	16.917
Pierdere (rd.35+52-12-45)	56	-	-
15.Venituri extraordinare (ct.771)	57	-	-
16.Cheltuieli extraordinare (ct.671)	58	-	-
17.PROFITUL SAU PIERDEREA DIN ACTIVITATEA EXTRAORDINARĂ			
Profit (rd.57-58)	59	-	-
Pierdere (rd.58-57)	60	-	-
VENITURI TOTALE (rd.12+45+57)	**61**	**171.340**	**169.063**
CHELTUIELI TOTALE (rd.35+52+58)	**62**	**156.080**	**152.146**
17.PROFITUL SAU PIERDEREA BRUT(Ă) EXTRAORDINARĂ		-	-
Profit (rd.61-62)	**63**	**15.260**	**16.917**
Pierdere (rd.62-61)	64	-	-
18. IMPOZITUL PE PROFIT (ct.691)	65	2.442	2.707
19. Alte impozite neprezentate la elementele de mai sus (ct.698)	66	-	-
20.PROFITUL SAU PIERDEREA NET(Ă) A EXERCIȚIULUI FINANCIAR			
Profit (rd.63-64-65-66)	**67**	**12.818**	**14.210**
Pierdere (rd.64+65+66-63)	68	-	-

Scanned with OKEN Scanner

Rezolvare:

Determinare CAF - Metoda deductivă (lei)

Indicatori	N-1	N
Excedentul brut al exploatării (EBE)	32.910	37.504
(+) Alte venituri din exploatare (a)	600	420
(–) Alte cheltuieli din exploatare (b)	670	870
(+) Venituri financiare	7.680	7.543
(–) Cheltuieli financiare (c)	6.280	5.160
(+) Venituri extraordinare	-	-
(–) Cheltuieli extraordinare	-	-
(–) Impozit pe profit	2.442	2.707
CAF a exercițiului	**31.798**	**36.730**

(a) cu excepția ct. 7583 Venituri din vânzarea activelor și alte operații de capital și ct. 7584 Venituri din subvenții pentru investiții
(b) cu excepția ct. 6583 cheltuieli privind activele cedate și alte operații de capital
(c) cu excepția „Ajustări de valoare privind imobilizările financiare și investițiile deținute ca active circulante" (ct.686-ct 786)

$$\Delta CAF = CAF_{(N)} - CAF_{(N-1)} = 36.730 - 31.798 = 4.932 \text{ lei}$$

Pe baza metodei deductive, creşterea CAF poate fi explicată pe seama creşterilor înregistrate mai ales de excedentul brut al exploatării (+4.594 lei), variațiile celorlalte elemente de calcul având o influență nesemnificativă asupra dinamicii CAF.

Determinare CAF - Metoda aditivă (lei)

Indicatori	N-1	N
Rezultatul net al exercițiului (RNE)	**12.818**	**14.210**
(+) Ajustări de valoare privind imobilizările corporale și necorporale	5.390	7.510
(+) Ajustări de valoare privind activele circulante (doar ct. 6814 - 7814)	2.190	150
(+) Ajustări privind provizioanele	11.400	14.860
(+) Ajustări de valoare privind imobilizările financiare și investițiile deținute ca active circulante	-	-
(+) ct.6583 Cheltuieli privind activele cedate și alte operații de capital	-	-
(–) ct.7583 Venituri din vânzarea activelor și alte operații de capital	-	-
(–) ct.7584 Venituri din subvenții pentru investiții	-	-
CAF a exercițiului	**31.798**	**36.730**

Scanned with OKEN Scanner

$$\Delta CAF = CAF_{(N)} - CAF_{(N-1)} = 36.730 - 31.798 = 4.932 \text{ lei}$$

Pe baza metodei aditive, variația CAF poate fi explicată în special prin creşterile rezultatului net al exercițiului (1.392 lei), ajustărilor de valoare privind imobilizările corporale şi necorporale (2.120 lei), precum şi ajustărilor privind provizioanele (3.460 lei). Diminuarea ajustărilor de valoare privind activele circulante a avut un efect negativ asupra evoluției CAF, compensat însă de creşterile deja menționate.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 5

FACTORII DETERMINANȚI AI VALORII FIRMEI

5.1. Sursele valorii firmei

Creşterea valorii firmei reprezintă expresia sintetică a eficienței economice şi viabilității financiare. Concepțiile patrimonială şi investițională sunt două optici diferite, dar nu antagoniste, asupra modului de formare a valorii firmei. Având în vedere faptul că vocația firmei este să creeze valoare economic adăugată, cea de a doua concepție – abordarea investițională – pare a fi, totuşi, mai relevantă în demersul de estimare a valorii firmei.

Calitatea managementului poate fi apreciată în funcție de măsura în care acesta reuşeşte să maximizeze investiția inițială în afacere şi, pe această cale, averea proprietarilor firmei. Maximizarea valorii firmei reprezintă criteriul fundamental în luarea deciziilor privind efectuarea unor investiții suplimentare de capital. Valoarea firmei se conturează sub incidența următorilor factori:

1) Stocul de patrimoniu economic acumulat până în prezent.
2) Capacitatea beneficiară a firmei sau fluxurile de rezultate viitoare spate degajate de activitatea de exploatare.
3) Riscurile specifice firmei.
4) Riscurile generate de mediul economic în care firma îşi desfăşoară activitatea.

Evoluția pozitivă, crescătoare a primilor doi factori se traduce printr-o creştere a valorii firmei, în timp ce diminuarea lor se materializează în scăderea valorii firmei. Creşterea riscurilor de orice natură asociate activității firmei determină scăderea valorii firmei, iar reducerea riscurilor are un impact pozitiv asupra acesteia. Corelațiile descrise sunt prezentate în fig. 7.

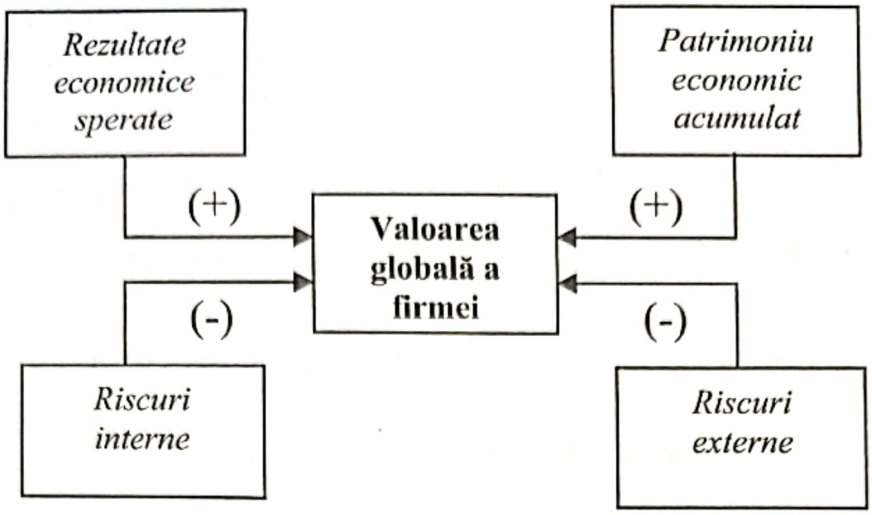


Fig. 7 Factori de influență a valorii firmei

Demersul de evaluare a valorii firmei nu se rezumă dar la identificarea şi cuantificarea patrimoniului economic,care, în numeroase situații, nu este reprezentativ sub aspectul exprimării potențialului economic al firmei. Acest potențial este determinat în special de capacitatea firmei de a crea valoare economic adăugată.

5.2. Abordarea valorii firmei pe baza cash-flow-ului

Comportamentul economic al unui investitor rezonabil este subordonat următoarei interogații: „Care poate fi valoarea lichidităților încasabile în viitor, ca urmare a investițiilor realizate pe baza plății unor lichidități, în vederea achiziționării unui drept de proprietate sau utilizare pentru o anumită perioadă de timp?“. Această întrebare evidențiază două aspecte, ambele având o importanță specială:

- Investitorul cheltuieşte un capital în formă lichidă, sperând recuperarea acestuia şi obținerea unui surplus financiar, tot sub formă de lichidități.
- Dimensiunea reală a averii unui investitor este definită de capacitatea de cumpărare a acestuia, fiind, prin urmare, reprezentată de fondurile cash deținute efectiv sau obtenabile într-o anumită perioadă de timp.

Aşadar, valoarea investițiilor realizate într-o firmă este dată de consistența fluxurilor de rezultate economice încasabile în viitor ca urmare a exploatării patrimoniului economic al firmei. Este vorba,

Scanned with OKEN Scanner

deci, de câştiguri încasabile, respectiv acele câştiguri care se prezintă sub formă de cash-flow sau flux de lichidităţi. Din ce motiv profitul net contabil nu poate fi considerat în calitate de criteriu pertinent de estimare a valorii firmei? Principalul motiv constă în faptul că profitul net reprezintă un agregat economic ce suferă de anumite limite, restricţii care îngrădesc posibilităţile de utilizare a acestui indicator pentru determinarea, într-o manieră plauzibilă, a valorii firmei:

1) Existenţa unor diferenţe între profitul net contabil şi profitul economic, datorită faptului că prima formă a profitului se calculează pe baza unor proceduri administrativ-fiscale, care ignoră modul real de formare a anumitor categorii de venituri şi cheltuieli. Profitul economic este, însă, un profit net contabil corectat pe baza luării în considerare a fluxurilor economice „normale" sub incidenţa cărora se formează rezultatul economic final – profitul.
2) Profitul net contabil nu reflect riscurile reale asociate afacerii.
3) Procedura de stabilire a profitului net contabil nu ia în calcul investiţiile viitoare în activele imobilizate şi nevoia de fond de rulment necesare pentru menţinerea şi dezvoltarea potenţialului de profitabilitate, efectele cărora se vor manifesta în perioadele următoare.
4) Stabilirea profitului net contabil nu ţine cont de politica de acordare a dividendelor, acestea fiind considerate prelevări din profitul net.
   Înregistrarea la sfârşitul exerciţiului a unui profit net nu se traduce automat în creşterea averii proprietarilor firmei şi, implicit, în sporirea valorii firmei. Pentru ca aceasta să se întâmple, este necesară întrunirea simultană a următoarelor două condiţii esenţiale: 1) rentabilitatea economică să fie superioară costului mediu ponderat al capitalurilor atrase (R_e > cmpc) şi 2) rentabilitatea financiară să fie mai mare decât rentabilitatea economică ($R_f > R_e$), manifestându-se un efect de levier al îndatorării pozitiv. Dacă aceste condiţii sunt respectate, firma realizează un supraprofit care poate fi însuşit de către proprietari.
5) Profitul net contabil este un rezultat scriptic, respectiv un surplus economic net potenţial, care poate dobândi formă lichidă sau monetară numai în anumite condiţii. În alţi termini,

Scanned with OKEN Scanner

profitul net contabil este un rezultat calculate, putând fi încasat efectiv doar atunci când se crează anumite premise. Or, plata dividendelor, suportarea cheltuielilor pentru investiții, achitarea datoriilor etc. sunt posibile numai pe baza unor fonduri disponibile efectiv.

6) Profitul net contabil, chiar dacă reprezintă un agregat economic calculat, nu este, totuşi, singura formă de acumulare economic posibilă în cadrul firmei. Alte elemente importante de acumulare economic sunt amortizările şi, în anumite condiții, rezervele constituite.

Nu pot fi ignorate diferențele, uneori semnificative, între optica investițională, care privilegiază fundamentarea unei valori de rentabilitate (randament) a firmei, şi perspective contabilă, care prefer fundamentarea unei valori patrimoniale. În cele ce urmează, vom încerca să surprindem şi să analizăm cele mai importante diferențe existente între abordările menționate.

Activul net contabil corectat (ANCC) este o expresie importantă şi sugestivă a mărimii patrimoniului economic al firmei. ANCC se determină, de regulă, ca sumă a activelor individuale din exploatare, inclusiv cele obținute prin închiriere sau leasing, reținute la valoare lor de utilitate („valoarea justă"), din care se deduce valoarea corectată a datoriilor totale. În practică, de multe ori, valoarea ANCC este identică cu valoarea activului net contabil (ANC), determinată pe baza bilanțului financiar sau a celui funcțional. Deşi ANCC reprezintă patrimoniul net al firmei la valoare justă, mărimea acestuia nu este întotdeauna relevantă din punctual de vedere al capacității de a genera fluxuri de rezultate economice. În anumite condiții de rentabilitate, valoarea ANCC poate fi mai mică decât valoarea firmei calculată prin actualizarea (sau capitalizarea, dacă se admite o perioadă nedefinită de timp) a unui rezultat economic reproductibil în viitor (Rr) cu o rată de actualizare (capitalizare) k, această valoare a firmei fiind o valoare de rentabilitate (VR). În felul acesta, pentru o perioadă nedefinită de timp:

$$VR = \frac{Rr}{k},$$

Scanned with OKEN Scanner

Dacă, însă, calculul este efectuat pentru un număr finit de ani, atunci se foloseşte următoarea relaţie:

$$VR = \sum_{n=1}^{t} \frac{Rr}{(1+k)^n} + \frac{Vrez}{(1+k)^t}$$

în care:

n = anul de calcul (previziune) al Rr

t = numărul total de ani ai perioadei de previziune, cuprinsă, de regulă, între 3 şi 15 ani

Vrez = valoarea reziduală a firmei la sfârşitul perioadei de previziune.

În anumite condiţii, VR > ANCC. Acest surplus de valoare (VR – ANCC) nu reprezintă, totuşi, un supraprofit de natura goodwill-ului, în principal din două motive:

- ANCC are un caracter static, exprimând valoarea patrimonială a firmei la un moment dat, de regulă în anul de referinţă (anul 0 al calculului). În schimb, VR este o valoare dinamică, stabilită pe baza calculelor actuarial.
- Cel mai important defect al calculului rezultă din faptul că inegalitatea nu este consecinţa diferenţei între două rate de rentabilitate (rentabilitatea capitalului investit în crearea patrimoniului economic al firmei (echivalent cu ANC) şi rentabilitatea medie (normală) din sectorul de afaceri în care îşi desfăşoară firma activitatea).

Rezultă că diferenţa (VR – ANCC) poate fi rescrisă după cum urmează:

$$VR - ANCC = r_{pe} \times ANCC - ANCC = ANCC \times (r_{pe} - 1)$$

în care r_{pe} este rentabilitatea patrimoniului economic, echivalent cu ANCC, calculate pe baza reportului Rezultatul exploatării (EBE) / ANCC.

Pentru a exprima o supravaloare de capital de natura goodwill-ului, calculul trebuie realizat în următorul fel:

$$r_{pef} \times ANCC - r_{pes} \times ANCC = (r_{pef} - p_{pes}) \times ANCC$$

Scanned with OKEN Scanner

în care:

r_{pef} = *rentabilitatea economică efectivă a firmei considerate*

r_{pes} = *rentabilitatea normală sau medie a investiţiilor similar (din sectorul de afaceri).*

Care este rezultatul economic reproductibil având plauzibilitatea cea mai mare pentru genul de calcule la care ne-am referit. În opinia noastră, acest rezultat poate fi cash-flow-ul global net, foarte apropiat ca mărime de capacitatea de autofinanţare a firmei, deoarece componentele sale de bază sunt profitul net şi amortizarea:

Cash-flow global net ≈ Capacitatea de autofinanţare ≈ Profit net + Amortizări

Valoarea de rentabilitate VR poate fi determinată, în acest fel, prin actualizarea (capitalizarea) cash-flow-ului global net. În consecinţă, valoarea firmei se identifică cu cash-flow-ul global net actualizat. Prin însăşi natura sa economică, această formă a cash-flow-ului este destinată în măsură semnificativă finanţării investiţiilor de menţinere şi dezvoltare, iar acea parte care rămâne peste volumul investiţiilor poate fi considerată un gen de plusvaloare-capital. Aşadar, diferenţa dintre valoarea firmei obţinută prin actualizarea cash-flow-ului global şi valoarea actualizată a investiţiilor este, în esenţă, un supliment de valoare a firmei de natura goodwill-ului:

Plusvaloare-capital (Goodwill) = Cash-flow global net actualizat – Investiţii actualizate

Dacă luăm în calcul şi variaţiile actualizate ale nevoii de fond de rulment, care reprezintă, în fond, lichidităţi sau resurse de trezorerie imobilizate în stocuri şi creanţe-clienţi, este posibilă determinarea plusvalorii-capital „lichide". Acest surplus de valoare coincide cu valoarea firmei determinată prin actualizarea cash-flow-ului disponibil (CFD):

Plusvaloare-capital „lichidă" = CFD actualizat = Plusvaloare-capital – $\sum \Delta$NFR actualizată

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea firmei este asimilată valorii investiţiilor în crearea patrimoniului economic, determinată pe baza actualizării cash-flow-urilor viitoare spate, utilizând în calitate de factor de actualizare costul capitalului investit (costul mediu ponderat al capitalurilor atrase). Această optică asupra valorii firmei a dat naştere unei tehnici special de evaluare – metoda cash-flow-urilor actualizate (metoda CFA), fundamentată pe ipotezele că valoarea firmei este influenţată semnificativ de cash-flow-urile anticipate degajate de activitatea viitoare şi că investiţia în crearea sau cumpărarea unei afaceri reprezintă, în realitate, un schimb între o sumă actuală plătită cash pentru dreptul de a încasa lichidităţi viitoare şi câştigurile economice viitoare pe care se presupune că le va obţine firma.

5.3. Valoarea firmei şi investiţiile

Plauzibilitatea metodei CFA este reflecţia importanţei acordate investiţiilor viitoare în dezvoltarea potenţialului beneficiar al firmei. Aşa cum am văzut, dimensiunea cash-flow-ului net este influenţată inclusiv de investiţiile de dezvoltare viitoare preconizate de firmă. Această relaţie sugerează că şi valoarea firmei, obţinută prin actualizarea cash-flow-urilor realizabile în viitor , depinde de volumul investiţiilor ce vor fi efectuate. Cauzalitatea respectivă devine evidentă din însuşi modul de calcul al cash-flow-ului net, considerat un flux de lichidităţi nete provenite din activităţile curente, de finanţare şi de investiţie:

Cash-flow net = Cash-flow din activitatea curentă + Cash-flow din activitatea de finanţare
+
Cash-flow din activitatea de investiţie

Mecanismul prin care activităţile investiţionale influenţează mărimea cash-flow-ului şi, în continuare, valoarea firmei are la bază modul concret de finanţare a investiţiilor. Originea fondurilor pentru susţinerea investiţiilor şi importanţa fiecărei surse de capital în necesarul total de finanţare a investiţiilor determină structura financiară a firmei.

Scanned with OKEN Scanner

În cazul în care firma optează pentru autofinanțarea investițiilor, sursele principale de fonduri vor fi reprezentate de amortizări şi profitul net reinvestit. Finanțarea la nivelul amortizărilor poate asigura doar investițiile de menținere a imobilizărilor la dimensiunea existent. Dacă firma intenționează să realizeze investiții suplimentare de dezvoltare, peste nivelul celor de menținere, în condiții de autofinanțare, respective prin reinvestirea profitului net, va avea loc următorul fenomen forfetar: într-o fază inițială se va produce comprimarea cash-flow-ului, prin consumarea lui în vederea finanțării investițiilor, ca apoi, într-o fază ulterioară, acesta să crească datorită apariției cash-flow-ului suplimentar degajat de investiția efectuată, care începe să dea roade. Demonstrația acestui fapt este elementară, rezultând din însăşi structura capacității de autofinanțare, care, în forma sa simplificată, este suma profitului net şi amortizărilor:

$$\text{Capacitate de autofinanțare} \approx \text{Profit net} + \text{Amortizări}$$

În acelaşi timp, cash-flow-ul din activitatea curentă constituie (CF_{crt}) componenta fundamentală a cash-flow-ului net şi se calculează în felul următor:

$$CF_{crt} = \text{Profit net} + \text{Amortizări} - \Delta NFR$$

sau

$$CF_{crt} = \text{Capacitatea de autofinanțare} - \Delta NFR$$

Creşterea volumului activelor imobilizate este însoțită, de regulă, de variația pozitivă a NFR. În aceste condiții, amortizările acumulate sunt cheltuite pentru finanțarea investițiilor de menținere, iar o parte sau poate chiar întregul profit net – pentru finanțarea investițiilor de creştere, rezultând că o parte considerabilă a cash-flow-ului curent este consumată, cash-flow-ul final fiind diminuat semnificativ. Însă acest fenomen se întâmplă în prima fază. Într-o fază ulterioară, de fructificare a investiției, valoarea firmei creşte (sau scade) în funcție de gradul de reuşită a proiectelor investiționale:

$$VF_{autofin} = VF_0 + \Delta VF - \Delta I / (1 + cmpc)^n$$

Scanned with OKEN Scanner

în care:

VF_0 = valoarea firmei până la efectuarea investițiilor de creștere (peste cele de menținere);

cmpc = costul mediu ponderat al capitalurilor atrase;

ΔI = volumul investițiilor de creștere;

n = numărul de ani de realizare a proiectului investițional;

ΔVF = valoarea actualizată a cash-flow-ului suplimentar adus de investiția de creștere;

$VF_{autofin}$ = valoarea firmei după realizarea investiției de creștere autofinanțată.

În ipoteza unui cash-flow disponibil (CFD) și a unui cmpc constanți, rezultă că:

$$VF_0 = \frac{CFD}{cmpc} \text{ și } \Delta VF = \frac{\Delta CFD}{(1+cmpc)^n}$$

Principala concluzie care se desprinde este următoarea: valoarea firmei crește numai atunci cash-flow-ul suplimentar generat de investiție este mai mare decât valoarea actualizată a investiției realizate (în caz contrar, se va produce o erodare a valorii firmei):

$$\Delta VF > \Delta I / (1 + cmpc)^n$$

Dacă firma optează pentru finanțarea externă a investiției, prin infuzii de capitaluri proprii suplimentare sau prin contractarea datoriilor pe termen lung, cash-flow-ul va avea de suferit mai puțin în prima fază de realizare a investiției. Într-o fază ulterioară, cash-flow-ul va crește pe seama fluxurilor de lichidități suplimentare degajate de investiția de creștere. În această situație, valoarea firmei este următoarea:

$$VF_{finext} = VF_0 + \Delta VF$$

Având în vedere aceste argumente, evidențiem următoarea relație:

$$VF_{finext} > VF_{autofin}$$

Scanned with OKEN Scanner

Această relație scoate în evidență prioritatea identificării și accesării unor resurse ieftine de finanțare a investițiilor. Situațiile prezentate – autofinanțarea exclusivă și finanțarea externă exclusivă – nu sunt decât cazuri extreme, deși pentru cele mai multe firme de dimensiune modestă autofinanțarea reprezintă, frecvent, singura opțiune de finanțare. În realitate, de cele mai multe ori se apelează simultan la resurse financiare diferite, rezultând o structură financiară diversificată. Dacă firma reușește să-și finanțeze dezvoltarea, operând doar modificări minore ale structurii financiare și costului capitalurilor, mărimea cmpc va fi apropiată de cea a ratei de actualizare a cash-flow-ului degajat de investiție. Decizia de finanțare a investiției trebuie să determine o structură financiară care să asigure minimizarea cmpc. În ipoteza că managementul financiar al firmei reușește acest lucru, cash-flow-urile suplimentare generate de investițiile viitoare vor avea o valoare actualizată mai mare, fapt care va favoriza, prin implicație, creșterea valorii globale a firmei.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 6

DIAGNOSTICUL VIABILITĂȚII FINANCIARE A FIRMEI

6.1. Condițiile viabilității financiare a firmei

Firma poate fi considerată viabilă doar atunci când, ca o consecință a modului de configurare a structurilor şi fluxurilor financiare, activitatea sa degajă resurse de trezorerie sau cash-flow. Evoluția crescătoare a trezoreriei reprezintă principal garanție a flexibilității şi securității financiare a firmei. De aceea, asigurarea echilibrului între fluxurile de încasări şi plăți constituie condiția obligator a stabilității financiare a afacerii. Chiar dacă profitul net este un rezultat economic global şi exhaustive, determinat în funcție de totalitatea cheltuielilor şi veniturilor înregistrate contabil, el nu caracterizează potențialului real de lichiditate al firmei, deoarece include, în mod nediscriminatoriu, atât veniturile şi cheltuielile monetare, cât şi pe cele calculate. Cash-flow-ul – fluxul monetar net – deşi reprezintă doar un rezultat parțial, care implică exclusiv elementele monetare de venituri şi cheltuieli, ignorându-le pe cele calculate, care nu generează fluxuri monetare, oferă o imagine mult mai credibilă asupra valorii economice suplimentare creată de firmă şi încasată efectiv.

Procesele de creare a valorii economice adăugate şi de transformare a acestui surplus economic în unul monetar, deşi au acelaşi sens, nu se identifică decât foarte rar. Între rezultatele finale ale acestor două procese aproape întotdeauna vor exista diferențe. Explicația rezidă în faptul că surplusul economic este un rezultat definitiv, calculat contabil, iar surplusul monetar este un stoc de lichidități real, format în urma confruntării intrărilor de monedă (încasări) şi ieşirilor de monedă (plăți). *Numai în anumite condiții*

surplusul economic ia formă lichidă. Aceasta se întâmplă când sunt respectate regulile echilibrului financiar.

Am văzut că indicatorul CAF prezintă avantajul de a evalua simultan atât nivelul performanţelor financiare obţinute de firmă, cu toate că nu reprezintă propriu-zis un sold intermediary de gestiune, cât şi capacitatea firmei de a degaja resurse de finanţare interne. În ultima ipostază, CAF se prezintă ca un element cheie al echilibrului financiar, respective ca un factor esenţial de formare a capacităţii de plată, fiind şi o garanţie a capacităţii de îndatorare a firmei. În măsura în care indicatorul CAF corespunde unui excedente global, el oferă posibilitatea aprecierii aptitudinii firmei de a genera resurse noi, care ar putea fi utilizate pentru finanţarea nevoilor viitoare. Expresie direct a rentabilităţii, CAF, prin caracteristicile sale de cash-flow potenţial brut joacă rolul de factor integrator al unor dimensiuni financiare frecvent conflictuale: obiectivul maximizării profitului şi rentabilităţii perturbă adesea echilibrul financiar, erodând, în consecinţă, solvabilitatea şi lichiditatea firmei.

CAF reflectă o aptitudine, un anumit potenţial de creare a mijloacelor financiare proprii. În acest mod, CAF este doar un fel de indiciu, un semnal şi nu o certitudine definitivă privind degajarea cash-flow-ului efectiv ca urmare a variaţiei pozitive a trezoreriei nete. Cash-flow-il exerciţiului este ultima şi cea mai elocventă expresie a conversiunii rentabilităţii (profit net, EBE, CAF) în lichidităţi, semnalizând măsura în care rentabilitatea reuşeşte să degaje resurse de trezorerie, fiind susţinută în acest sens de o structură financiară echilibrată, solidă.

Surplusul economic produs de ansamblul operaţiunilor derulate de firmă poate fi majorat sau diminuat de variaţiile stocurilor, creanţelor-clienţi şi datoriilor de exploatare. Or, tocmai acest surplus final (majorat sau diminuat) este echivalentul variaţiei stocului de monedă (trezoreriei). Trezoreria firmei are un character unitar, variind datorită operaţiunilor de exploatare, financiare şi de investiţii. Echilibrul financiar este articulate în jurul trezoreriei, fiind determinat de structurile şi fluxurile financiare generate de ansamblul operaţiunilor.

Se impune următoarea concluzie: *un cash-flow pozitiv constituie o dovadă peremptorie că firma este simultan rentabilă şi echilibrată financiar.* În aceeaşi logică, un cash-flow negativ arată clar

Scanned with OKEN Scanner

că firma întâmpină dificultăți în privința echilibrului dintre nevoile și resursele financiare, indiferent de situația rentabilității. O concluzie subsecventă se referă la faptul că rentabilitatea, ca expresie a profitului net sau a altor performanțe financiare, cu toate că reprezintă un aspect fundamental al eficienței economice, nu este suficientă pentru a caracteriza viabilitatea financiară reală a firmei. Viabilitatea financiară este consecința așezării structurilor financiar-patrimoniale și a configurării fluxurilor financiare, reflectând într-o manieră sintetică calitatea acestor condiții, respectiv capacitatea lor de a satisface concomitent mai multe criterii de eficacitate financiară: mai întâi, pe cele privind rentabilitatea și apoi pe cele care vizează echilibrul financiar al firmei.

Argumentele și concluziile prezentate, luate în ansamblu, demonstrează un enunț logic, pe care l-am numit *Teorema viabilității financiare:* pentru a putea fi considerată pe deplin viabilă din punct de vedere financiar, nu este suficient ca activitatea firmei să genereze un excedent (surplus) economic, mai este nevoie și ca o anumită parte a acestui excedent să ia o formă lichidă. O firmă viabilă financiar respectă simultan două condiții complementare:

1) *Condiția necesară a viabilității financiare:* firma trebuie să creeze valoare economică adăugată, având o activitate rentabilă, caracterizată prin degajarea unui profit net, a excedentului brut de exploatare și a capacității de autofinanțare pozitive.
2) *Condiția suficientă a viabilității financiare:* o porțiune semnificativă a excedentului economic creat trebuie să se concretizeze într-un flux de disponibilități (lichidități) pozitiv.

Condițiile arătate pot fi sintetizate în felul următor:

$$\begin{cases} Profit\ net > 0; EBE > 0; CAF > 0 \\ TN > 0;\ \Delta TN > 0\ sau\ CF > 0 \end{cases}$$

Teorema viabilității financiare arată că, pentru a fi viabilă, nu este de ajuns ca firma să producă un excedent economic. Rentabilitatea, oricât de ridicat ar fi nivelul acesteia, nu este suficientă pentru a structuri financiare solide. În schimb, orice firmă care generează un flux monetar net pozitiv (cash-flow), ca expresie a

Scanned with OKEN Scanner

variației trezoreriei nete, respectă condițiile echilibrului financiar, fiind prin urmare viabilă sub aspect financiar. *Orice firmă cu structuri financiare echilibrate este în același timp și rentabilă.* În cazul firmelor viabile financiar, rentabilitatea și echilibrul financiar se regăsesc concomitent și se potențează reciproc:

Viabilitate financiară = Rentabilitate + Echilibru financiar

6.2. Determinarea și semnificațiile coeficientului de sensibilitate globală a trezoreriei

Un indicator global de evaluare a viabilității financiare a firmei, extrem de bogat în valențe informaționale și cognitive, poate fi considerat *coeficientul de sensibilitate globală a trezoreriei* (sg_t):

$$sg_t = \frac{\Delta TN}{TN} : \frac{\Delta EBE}{EBE} = \frac{\Delta TN}{\Delta EBE} \times \frac{EBE}{TN}$$

Prin însăși logica construcției sale, sg_t este o elasticitate, exprimând variația relativă (procentuală) a trezoreriei nete provocată de variația relativă (procentuală) a excedentului brut de exploatare. Coeficientul arată, deci, cu câte procente se modifică valoarea trezoreriei nete, atunci când EBE se modifică cu un procent. Premisa conceptuală pe care se bazează sg_t se referă la faptul că EBE, în calitate de cash-flow potențial brut degajat de operațiunile de exploatare, reprezintă sursa esențială a trezoreriei nete. Acest indicator explică în ce măsură scăderea sau creșterea procentuală a EBE determină scăderea, respectiv creșterea procentuală a TN. Decalajele între variabilitatea EBE și cea a TN pot fi explicate prin evoluțiile înregistrate de raportul exigibilitate pasive – lichiditate active, respectiv prin sensul și intensitatea modificărilor survenite în volumul lichidităților imobilizate sub forma nevoii de fond de rulment.

Coeficientul sg_t poate fi descompus în alți trei coeficienți de elasticitate parțiali – $e_{TN/CP}$, $e_{CP/CAF}$ și $e_{CAF/EBE}$:

$$sg_t = e_{TN/CP} \times e_{CP/CAF} \times e_{CAF/EBE}$$

Scanned with OKEN Scanner

Coeficientul $e_{TN/CP}$ exprimă sensibilitatea trezoreriei nete a firmei în raport cu modificările relative ale capitalului total investit (CP), echivalent cu activul economic (CP = AE):

$$e_{TN/CP} = \frac{\Delta TN}{TN} : \frac{\Delta CP}{CP}$$

Coeficientul $e_{CP/CAF}$ măsoară variația relativă a întregului capital economic angajat de firmă în raport cu variația relativă a CAF, ca resursă de finanțare de importanță majoră:

$$e_{CP/CAF} = \frac{\Delta CP}{CP} : \frac{\Delta CAF}{CAF}$$

Coeficientul $e_{CAF/EBE}$ exprimă sensibilitatea CAF în raport cu modificările relative ale EBE, ca principală sursă a autofinanțării:

$$e_{CAF/EBE} = \frac{\Delta CAF}{CAF} : \frac{\Delta EBE}{EBE}$$

Descompunerea coeficientului sg_t în coeficienți de elasticitate parțiali relevă complexitatea relațiilor cauzale şi proporțiilor care se interpun între o modificare a EBE şi materializarea acesteia sub forma cash-flow-ului (variația trezoreriei nete).

În cazul firmelor viabile din punct de vedere financiar, care sunt concomitent rentabile şi echilibrate, coeficientul sg_t prezintă valori pozitive. Pot fi analizate următoarele situații-tip, fiecare desemnând un anumit grad de viabilitate financiară:

1) $0 > sg_t > 1$, trezoreria netă se modifică într-un ritm mai lent decât modificarea relativă a EBE. Viabilitatea financiară este asigurată. Totuşi, există o anumită fragilitate a echilibrului financiar, în pofida creşterii excedentului economic.
2) $sg_t = 1$, trezoreria netă se modifică în acelaşi ritm cu variația EBE. Viabilitatea financiară a firmei este destul de stabilă.
3) $sg_t > 1$, trezoreria netă se modifică într-un ritm mai rapid decât modificările EBE. Viabilitatea financiară a firmei este foarte solidă.
4) $sg_t = 0$, trezoreria netă este insensibilă în raport cu variațiile EBE. Chiar dacă înregistrează creştere, rentabilitatea nu se concretizează sub nici o formă în evoluția resurselor de

Scanned with OKEN Scanner

trezorerie. Este o „creştere sterilă", firma fiind blocată în structuri financiar-patrimoniale care asigură un echilibru financiar la limită, foarte nesigur şi fragil.

5) $sg_t < 0$, evoluțiile trezoreriei nete şi EBE sunt divergente. Firma nu este viabilă din punct de vedere financiar.

6.3. Relația dintre viabilitatea financiară şi valoarea firmei

Relația dintre viabilitatea financiară şi valoarea firmei poate fi pusă în evidență prin încorporarea coeficientului sg_t în calculele de evaluare. Vom considera în acest scop valoarea firmei determinată prin actualizarea unui cash-flow reproductibil constant o perioadă nedeterminată de timp: $VF_{CFA} = CF / cmpc$.

Având în vedere faptul că $CF = \Delta TN$, respectiv $(TN_1 - TN_0)$, relația de calcul al coeficientului sg_t poate fi rescrisă în felul următor:

$$sg_t = \frac{CF}{\Delta EBE} \times \frac{EBE}{TN}$$

Întrucât $CF = cmpc \times VF_{CFA}$, relația anterioară poate fi reformulată după cum urmează:

$$sg_t = \frac{cmpc \times VF}{\Delta EBE} \times \frac{EBE}{TN} \text{ sau } sg_t = VF \times \frac{cmpc}{\Delta EBE} \times \frac{EBE}{TN}$$

Dacă din ultima expresie extragem VF, se obține:

$$VF = sg_t \times \frac{TN \times \Delta EBE}{cmpc \times EBE}$$

Raportul $\Delta EBE / EBE$ reprezintă o variație relativă (procentuală) şi o notăm prin $\%\Delta EBE$, iar raportul $sg_t / cmpc$ îl notăm prin litera grecească ε, expresia de calcul al VF dobândind următoarea formă:

$$VF = \varepsilon \times TN \times \%\Delta EBE$$

Concluzia sugerată de expresia de calcul al VF poate fi rezumată în felul următor: *valoarea firmei este direct proporțională în*

Scanned with OKEN Scanner

raport cu mărimea coeficientului sg_t, consistența trezoreriei nete și variația relativă a EBE, fiind invers proporțională în raport cu nivelul cmpc.

Coeficientul multiplicator ε (raportul sg_t / cmpc) arată gradul de coerență între variabilitatea trezoreriei nete ca reacție la modificările relative ale rentabilității operațiunilor de exploatare și nivelul costului mediu al capitalurilor atrase de firmă. Pot fi identificate câteva situații tipice:

1) $\varepsilon > 1$. Firma degajă un flux de disponibilități excedentar în comparație cu nevoile de acoperire a cmpc. Acest excedent de lichidități, rămas după remunerarea furnizorilor de capital (acționarii și creditorii), este însușit integral de firmă, determinând creșterea patrimoniului economic și implicit sporirea valorii firmei. Cu cât mai mare este valoarea coeficientului ε, cu atât mai pregnant este acest proces.
2) $\varepsilon < 1$. Firma este caracterizată prin incongruențe serioase între nevoile de acoperire a cmpc și procesele de creare a resurselor de trezorerie. Trezoreria nu este suficientă pentru a remunera furnizorii de capital prin nivelul cmpc, producându-se erodarea valorii de piață a investițiilor în afacere și / sau retrageri de capital, evenimente care determină diminuarea valorii firmei.
3) $\varepsilon = 1$. Fluxurile de lichidități degajate au efecte neutre asupra valorii firmei.

Elementele prezentate ne permit să afirmăm că multiplicatorul ε măsoară capacitatea firmei de a converti resursele potențiale în lichidități efective, de a realiza pe această bază remunerarea investitorilor la un nivel minim solicitat de piață (cmpc) și de a crea peste acest nivel un surplus de lichidități care va consolida structura patrimonială și valoarea globală a firmei. Creșterea patrimoniului economic se prezintă, de aceea, ca o importantă consecință a viabilității financiare. Unul dintre efectele majore ale consolidării viabilității financiare este o creștere procentuală a VF_{CFA} superioară creșterii procentuale a valorii patrimoniale VP, exprimate, de exemplu, prin activul net contabil. În alți termeni, sporul relativ al valorii de randament (VF_{CFA}) trebuie să depășească sporul relativ al valorii patrimoniale:

$$\% \Delta VF_{CFA} > \% \Delta VP$$

Scanned with OKEN Scanner

Ultima corelație are o implicație importantă, constând în faptul că un indiciu plauzibil și relevant al consolidării viabilității financiare este creșterea valorii raportului dintre VF_{CFA} și VP. În această ordine de idei, rezultă că:

$$\text{Consolidare viabilitate financiară} = \frac{Valoare\ de\ randament}{Valoare\ patrimonială} \rightarrow \text{Maxim}$$

Valoarea supraunitară a raportului (VF_{CFA} / VP) este dovada faptului că activitatea firmei se desfășoară într-o zonă de sustenabilitate financiară maximă.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 7

DIAGNOSTICUL INTEGRAT AL EFICIENȚEI ECONOMICE A FIRMEI

7.1. Eficiența economică a firmei dintr-o perspectivă integrată

Eficiența economică exprimă impactul unei activități, produs sau proces, impact apreciat din perspectiva rezultativității (cât se obține?), raționalității (cu ce efort?), oportunității (cât de rapid se întâmplă sau dacă se întâmplă la momentul potrivit?) şi fezabilității (ce riscuri implică?). Având în vedere această definiție, propunem o perspectivă asupra diagnosticului integrat al eficienței economice, denumită *abordarea „4 + 1"*, bazată pe două categorii de criterii de evaluare a eficienței activităților, produselor sau proceselor: 1) criterii privind impactul local (punctual) şi 2) criterii privind impactul global (de sistem).

Criteriile de eficiență axate pe identificarea impactului local sau punctual evidențiază caracteristicile strict individuale ale eficienței activității, produsului sau procesului, fără a urmări conexiunile acestuia cu alte activități, produse sau procese realizate în cadrul firmei. Principalele criterii din acest grup sunt patru la număr:

1) *Randamentul sau productivitatea resurselor utilizate* reflectă gradul de revenire în termeni de efecte economice obținute a eforturilor economice consumate pentru realizarea activității, produsului sau procesului.
2) *Economicitatea* are în vedere nivelul consumurilor relative de resurse angajate în scopul realizării activității, produsului sau procesului.

3) *Intensitatea sau viteza de desfăşurare* reflectă parametrii temporali ai realizării activităţii, produsului sau procesului.
4) *Riscurile implicate* se referă la pericolele, pagubele sau pierderile posibile de natură financiară şi economică, asociate activităţii, produsului sau procesului.

Criteriile care surprind impactul global sau de sistem plasează activitatea, produsul sau procesul într-un context mai larg, urmărind conexiunile şi implicaţiile acestuia în raport cu alte activităţi, produse sau procese realizate de firmă. Identificăm un singur criteriu important de natură globală şi anume *generarea unor efecte de antrenare şi sinergie:* capacitatea activităţii, produsului sau procesului de a facilita, consolida şi potenţa alte elemente ale afacerii. În acelaşi timp, criteriul evidenţiază şi gradul de dependenţa a activităţii, produsului sau procesului considerat de celelalte aspecte ale afacerii. Prin integrarea celor cinci criterii este articulată *abordarea „4 + 1".*

Indiferent de unghiul concret de abordare a eficienţei economice, criteriile menţionate reprezintă modalităţi complementare de surprindere a corelaţiilor şi proporţiilor ce se formează între resursele economice atrase şi utilizate de firmă şi rezultatele economice obţinute.

7.2. Diagnosticul eficienţei pe baza tabloului „Efecte - Eforturi"

Indicatorii de eficienţă economică reprezintă agregate sau constructe informaţionale care descriu, din perspectiva unui sau a câtorva criterii dintre cele prezentate, gradul sau măsura în care ceea ce face firma este eficient. Cum pot fi construiţi indicatorii de eficienţă economică? O modalitate simplă, dar productivă de elaborare a indicatorilor de eficienţă constă în asocierea de efecte (rezultate) şi / sau eforturi (resurse) economice între care sunt identificate relaţii puternice şi relevante din punct de vedere logic şi funcţional. *Tabloul „Efecte - Eforturi"* reprezintă un instrument extrem de util în demersul de elaborare şi selectare de către firmă a bateriei de indicatori pentru monitorizarea şi analiza eficienţei economice (tab. 4).

Scanned with OKEN Scanner

Tabloul „Efecte - Eforturi“

Tab. 4

Factori de eficiență economică	**EFECTE**	**EFORTURI**
EFECTE	*1. Indicatori Efecte / Efecte*	*3. Indicatori Eforturi / Efecte*
EFORTURI	*2. Indicatori Efecte / Eforturi*	*4. Indicatori Eforturi / Eforturi*

În tabloul „Efecte - Eforturi“, indicatorii de eficiență sunt formați prin operațiunea de raportare a unui element de efect / efort economic la alt element de efect / efort economic. În consecință, indicatorii sunt structurați în patru grupuri distincte, fiecare grup relevând eficiența economică din perspectiva anumitor criterii:

- Grupul 1: *Indicatorii de tip Efecte / Efecte* descriu eficiența economică în special din perspectiva criteriilor productivitate și intensitate.
- Grupul 2: *Indicatorii de tip Efecte / Eforturi* caracterizează eficiența economică din unghiul criteriilor productivitate și intensitate.
- Grupul 3: *Indicatorii de tip Eforturi / Efecte* se raportează la eficiența economică din perspectiva criteriilor economicitate și riscuri.
- Grupul 4: *Indicatorii de tip Eforturi / Eforturi* prezintă eficiența economică sub aspectul economicității și riscurilor.

În calitate de instrumente decizionale, indicatorii pot fi folosiți prin respectarea unor reguli de optimizare specifice, având în vederea faptul că obiectivul general al managementului firmei constă în creșterea eficienței economice a activităților, produselor și proceselor:

- ❖ Indicatorii din Grupele 1 și 2 trebuie maximizați.
- ❖ Indicatorii din Grupele 3 și 4 trebuie minimizați.

Indicatorii care articulează tabloul „Efecte - Eforturi“ trebuie completați prin câțiva indicatori de eficiență care să se focalizeze pe al cincilea criteriu de eficiență economică – generarea efectelor de antrenare și sinergie. Indicatorii din această categorie sunt, în general, de natura unor elasticități, evidențiind sensibilitatea sau variabilitatea relativă a diferitelor efecte sau eforturi economice în funcție de modificările relative observate la alte efecte sau eforturi economice.

Scanned with OKEN Scanner

Firma îşi construieşte sau adaptează propriul tablou integrat al eficienței economice în funcție de nevoile strategice. După definirea obiectivelor strategice (țintele de performanță pe termen lung), firma îşi alege strategia – modul specific de decizie şi acțiune, care se presupune că îi va permite firmei să-şi atingă obiectivele strategice. Factura strategiei elaborate delimitează factorii de succes ai afacerii – acele activități, operațiuni, măsuri, resurse sau competențe etc. care facilitează implementarea strategiei. Identificarea factorilor de succes oferă posibilitatea focalizării pe domeniile critice pentru strategie, respectiv zonele de interes prioritar pentru managementul firmei. Natura şi structura domeniilor critice conturează tipul de informații necesare în vederea controlului şi coordonării eficace a afacerii. Indicatorii de eficiență economică sunt construiți astfel încât să furnizeze această informație relevantă din punct de vedere strategic. Procesul este prezentat în fig. 8.

Obiective → Strategie → Factori de succes → Domenii critice → Informații relevante → Indicatori

Fig. 8 Procesul de elaborare a indicatorilor de eficiență

Firma va selecta între 3 şi 6 indicatori din fiecare grupă. Stabilirea indicatorilor are în vedere următoarele criterii de pertinență:

- Între elementele care formează indicatorul trebuie să existe o relație sistematică, logică şi reprezentativă din punct de operațional.
- Indicatorii trebuie să furnizeze informații complexe şi relevante pentru analiză şi decizie.
- Indicatorii selectați nu trebuie să fie redundanți din punct de vedere informațional.

7.3. Indicatori de eficiență economică

În continuare, vom aduce câteva exemple de indicatori de eficiență economică pentru fiecare grupă.

Grupa1:

- Valoare adăugată / Cifră de afaceri.
- EBE / Cifră de afaceri.

Scanned with OKEN Scanner

- Rezultatul exploatării / Valoare adăugată.
- Profit net / Valoare adăugată.
- Cash flow / Capacitate de autofinanțare etc.

Grupa 2:

- Valoare adăugată / Nr. mediu anual al lucrătorilor.
- Valoare adăugată / Active imobilization nete.
- Rata rentabilității economice.
- Rata rentabilității financiare.
- Cifră de afaceri / Activ economic.
- Cash-flow / Activ economic etc.

Grupa 3:

- Activ economic / Valoare adăugată.
- Nevoia de fond de rulment / Valoare adăugată.
- Achiziții de la terți / Cifră de afaceri.
- Cheltuieli financiare / Cifră de afaceri.
- Cheltuieli salariale / Cifră de afaceri etc.

Grupa 4:

- Datorii financiare nete / Capital permanent.
- Nevoia de fond de rulment / Activ economic.
- Nevoia de fond de rulment / Trezorerie netă.
- Plățile exercițiului / Trezorerie netă.
- Fond de rulment / Capital permanent.
- Active imobilizate / Activ economic etc.

În ceea ce privește indicatorii asociați criteriului *generarea efectelor de antrenare și sinergie,* aceștia sunt de natura unor coeficienți de elasticitate:

- Coeficientul de elasticitate a autofinanțării în funcție de volumul de activitate (cifra de afaceri), E_{CAF}.
- Coeficientul sg_t și coeficienții de elasticitate parțiali asociați.
- Coeficientul ε.
- Coeficientul de sensibilitate a profitului în raport cu cifra de afaceri și coeficienții parțiali asociați.
- Coeficientul de elasticitate a cifrei de afaceri în raport cu nivelul costurilor etc.

Paleta de indicatori posibili este mult mai largă și variată, firma putând să aleagă în funcție de condițiile strategice concrete în care evoluează.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 8

METODE PATRIMONIALE (CONTABILE) DE EVALUARE A FIRMEI

8.1. Raportul valoare-preț

Din perspectiva disciplinei de evaluare, firma este privită ca un bun destinat vânzării-cumpărării fie integral, fie în cote părți, pe diferite segmente specializate ale pieței. Eforturile pentru estimarea valorii firmei sunt întreprinse pe tot parcursul vieții economice a acesteia, dar în mod special în situații care implică transferul proprietății asupra ei sau în cazul unor modificări importante ale structurilor financiare şi patrimoniale ale firmei.

Valoarea este o calitate convențională conferită unei afaceri sau firme, calitate ce îi este atribuită în urma unor estimări şi calcule. Această calitate există în sine, dar nu poate fi exprimată şi exteriorizată decât printr-o apreciere specifică bazată pe conceptele valoare de întrebuințare (de utilitate), valoare de schimb şi raritate. Nu există o valoare unică a firmei, ci o multitudine de valori, posibile în funcție de personalitatea celor interesați de evaluare şi de natura proiectelor economice pe care le pot avea în legătură cu firma. Părțile interesate de stabilirea valorii unei afaceri sunt: proprietarii actuali, investitorii potențiali, băncile, statul, partenerii economici, asigurătorii etc.

Evaluarea firmei nu are ca obiectiv de a determina cu exactitate „prețul" firmei. Rolul evaluării este de a stabili un interval de valoare în interiorul căruia se află un preț rezonabil pentru firmă. În demersul de evaluare a unei firme trebuie să prevaleze abordarea investițională sau financiară a afacerii. Aceasta înseamnă că *firma este privită în primul rând ca un ansamblu de capital investit într-o afacere.* Or, capitalul reprezintă un sistem de fonduri financiare ordonate într-un anumit scop şi administrate pentru a-l atinge. În momentul în care

acest scop este necunoscut sau incert, evaluarea structurii de capital, care este firma, nu poate asigura o soluție unică. *Rezultatul evaluării va fi diferit în funcție de interesele celui care realizează evaluarea, precum și incertitudinea și riscurile asociate performanțelor viitoare ale firmei.* Modelele de evaluare a firmei reprezintă, de fapt, încercări de a identifica și cuantifica această incertitudine și aceste riscuri.

Așadar, optica evaluatorului trebuie să fie predominant una financiară, ceea ce însemnă că firma este privită în mai întâi de toate din perspectiva capacității sale beneficiare, adică din punctul de vedere al capacității de a crea rezultate economice pozitive și în primul rând fluxuri de lichidități (cash-flow). Astfel, *cu cât capacitatea beneficiară a firmei este mai mare cu atât este teoretic mai mare și valoarea ei.*

Există mai multe modalități de definire a conceptului de valoare a firmei:

- *Valoarea de piață* este dată de suma lichidităților pe care proprietarii firmei ar obține-o dacă ar valorifica prin vânzare, integral sau pe părți, proprietatea lor concretizată în activele firme.
- *Valoarea de utilizare* este dată de gradul în care firma răspunde sau este în măsură să satisfacă interesele economice ale proprietarilor sau potențialilor investitori.
- *Valoarea de asigurare* este valoarea proprietății firmei stabilită de un asigurător pentru o eventuală despăgubire.
- *Valoarea de impozitare* este valoarea proprietății firmei stabilită de autoritatea fiscală în scopul impozitării.
- *Valoarea de lichidare* este dată de suma lichidităților pe care acționarii le-ar obține dacă, în caz de faliment al activității, vor cere lichidarea firmei.
- *Valoarea lichidativă* este dată de suma lichidităților pe care acționarii le-ar putea obține în urma exploatării economice a afacerii pe o durată limitată de timp, urmând ca la expirarea acestei durate afacerea sa fie desființată.
- *Valoarea de continuitate* este suma fluxurilor de lichidități actualizate obținute de firmă în urma exploatării economice a afacerii pe o durată finită sau nedefinită de timp.

Scanned with OKEN Scanner

8.2. Factori specifici de dimensionare a valorii firmei

Valoarea firmei este dată de numeroşi factori atât de natură internă, cât şi de natură externă. Influenţa acestor factori este adesea contradictorie întrucât, în lipsa unui model unic de evaluare a firmei, este posibil ca, prin aplicarea unei anumite tehnici de evaluare, un factor să aibă o influenţă directă pozitivă asupra valorii firmei, iar prin aplicarea altei tehnici de evaluare, acelaşi factor să influenţeze negativ valoarea firmei.

Principalii *factori interni* de influenţare a valorii firmei sunt:

- *Cifra de afaceri* are, de regulă, o influenţă directă pozitivă asupra valorii firmei.
- *Profitul şi alte rezultate economice* are, de regulă, o influenţă directă pozitivă asupra valorii firmei.
- *Activul total*, existând două perspective substanţial diferite privind efectele acestui factor asupra valorii firmei: 1) evaluarea strict patrimonială sau contabilă, prin care valoarea activelor din patrimoniu este stabilită în funcţie de costul lor istoric (valoarea de intrare în patrimoniu) şi 2) evaluarea de piaţă a activelor sau evaluarea prin stabilirea valorii juste, perspectivă care prevede luarea în considerare nu numai a costului istoric, ci şi a utilităţii economice a bunului respectiv pentru firmă, corelată cu preţurilor de piaţă pentru bunuri similare.
- *Politica de dividend:* are o influenta ambiguă asupra valorii firmei. Pe termen scurt, acordarea de dividende mai mari sporeşte atractivitatea acţiunilor firmei, ducând prin urmare la creşterea valorii ei de piaţă. Pe termen lung, acordarea unor dividende tot mai mari poate fi realizată în detrimentul profitului reinvestit ceea ce ar slăbi potenţialul economic al firmei, deci şi valoarea sa economică.

Principalii *factori externi* care intervin în formarea valorii firmei sunt:

- *Situaţia economică generală* are, de regulă, o influenţă directă pozitivă asupra valorii firmei, astfel încât afacerile dintr-o economie cu conjunctură instabilă au tendinţa de a fi subevaluate, în timp ce afacerile dintr-o economie cu

Scanned with OKEN Scanner

conjunctură stabilă au tendința de a fi supraevaluate, în special de către investitorii străini.

- *Dinamica sectorului de afacere* are influență ambiguă asupra valorii firmei. Pe de o parte, o dinamică ascendentă înseamnă o probabilitate mai ridicată de obținere a unor câştiguri, fapt care determină creşterea valorii firmei. Pe de altă parte, un sector atractiv înseamnă o concurență mai intensă, ceea ce sporeşte riscul de faliment, determinând scăderea valorii firmei.
- *Rata dobânzii* exercită efecte multiple asupra valorii firmei, evaluatorul trebuind să ia în considerare următoarele aspecte: 1) rata dobânzii la depozitele bancare: dacă această rată este mai mare decât rata de rentabilitate financiară a afacerii, atunci investițiile în afacere sunt mai puțin rentabile decât depozitele bancare, ceea ce poate duce la retragerea capitalurilor din afacere, scăzând valorii firmei şi invers; 2) rata dobânzii la credite: această rată trebuie permanent comparată cu rata de rentabilitate economică astfel încât dacă rentabilitatea economică este mai mare decât rata dobânzii la creare rezultă că firma va beneficia de efectele pozitive ale levierului financiar al îndatorării, ceea ce duce, pe cale de consecință, la creşterea rentabilității financiare a firmei, deci şi a valori acesteia; dacă rentabilitatea economică este mai mică decât rata dobânzii la credite, rezultă că firma este afectată de efectul negativ ale unei „măciuci financiare a îndatorării", fapt care duce la scăderea rentabilității financiare şi, pe cale de consecință, la reducerea valorii firmei. Relația care explică aceste cauzalități este următoarea:

$$R_f = R_e + (R_e - d) \times \frac{Datorii\ financiare}{Capitaluri\ proprii} (1 - t)$$

în care:
d = rata dobânzii la creditele contractate de firmă;

t = cota impozitului pe profit;

$\frac{Datorii\ financiare}{Capitaluri\ proprii}$ *= levierul financiar al îndatorării;*

Scanned with OKEN Scanner

$(R_e - d)$ = „*brațul*" *levierului financiar;*

$(R_e - d) \times \frac{\text{Datorii financiare}}{\text{Capitaluri proprii}} (1 - t)$ = *efectul de levier financiar al îndatorării.*

- *Rata inflației* exercită două tipuri de influențe: pe de o parte, creșterea inflației duce la majorarea valorii de piață a elementelor de activ circulant, însă, pe de altă parte, creșterea inflației duce la subevaluarea elementelor de activ imobilizat, tendințe care pot determina deformări serioase ale imaginii contabile a patrimoniului firmei.
- *Comportamentele agenților ce acționează asupra firmei:* sindicatele, grupurile de presiune, presa, consumatorii, concurenții, partenerii, furnizorii, instituțiile financiar-bancare, statul.

Nu este posibilă identificarea de fiecare dată a unei dependințe unice şi certe între manifestările diferitor factori de influență şi valoarea firmei. Motivul acestei imposibilități este diversitatea conceptelor de valoare a firmei.

Câteva dintre cele mai importante *principii generale de evaluare a firmei* pot fi enunțate în felul următor:

1. Valoarea firmei este orientată spre viitor, însemnând că evaluatorul trebuie să privească firma mai întâi ca pe o afacere, respectiv ca pe un dispozitiv de producție a unor fluxuri de câştiguri economice viitoare. Aspectele patrimonial-contabile ale firmei sunt, desigur, importante, însă identificarea şi analiza lor este doar un mijloc de precizare a „sănătății" afacerii. Aşadar, evaluatorul va pune accent mai ales pe ceea ce poate aduce firma sub formă de câştiguri viitoare, luând în considerare şi riscurile asociate acestor câştiguri şi se va axa mai puțin pe costul istoric al patrimoniului economic al firmei (optica contabilă).

2. Valoarea firmei se estimează la un anumit moment de timp. În virtutea acestui principiu, valoarea firmei exprimă ansamblul informației interne şi externe care este revelată în momentul evaluării.

3. În estimarea valorii de piață a firmei sunt considerate numai elementele comercializabile, transferabile. Cu alte cuvinte, tot ceea ce nu poate fi vândut sau cumpărat independent pe piață nu este inclus în calculele de evaluare.

Scanned with OKEN Scanner

4. Participațiunile de control au o valoare de acțiune mai mare decât participațiunile minoritare. Consecința acțiunii acestui principiu este faptul că suma valorilor tuturor participațiunilor în capitalul firmei poate fi mai mică decât valoarea globală a firmei.

5. Rata de rentabilitate a capitalurilor sperată de un investitor sau cumpărător este rezultatul condițiilor de piață care funcționează în momentul evaluării.

8.3. Activul net contabil (ANC)

Activul net contabil este metoda cea mai simplă şi, totodată, cea mai rapidă de estimare a valorii unei firme, fiind eficientă mai ales în cazul IMM-urilor.

ANC = Activ total contabil – Datorii totale contabile – Active considerate „non-valori"

Determinarea ANC cu ajutorul relației de mai sus nu se rezumă doar la simple calcule matematice, ci presupune, de asemenea, efectuarea unor corecții bilanțiere a căror necesitate derivă din însuşi conținutul financiar-contabil al posturilor bilanțiere implicate. Cele mai obişnuite corecții contabile pentru determinarea ANC sunt:

1. *Identificarea şi eliminarea non-valorilor din activ.* Acestea sunt denumite şi „active fictive", reprezentând elemente bilanțiere de activ care nu au o valoare de piață intrinsecă, proprie şi, în consecință, nu pot fi valorificate independent pe piață prin vânzare-cumpărare: cheltuielile de constituire, ocazionate de înființarea societății, modificările de capital, operațiunile de fuziune sau divizare, transformarea statutului juridico-organizatoric; cheltuieli înregistrate în avans; cheltuieli de repartizat pe mai multe perioade; diferențe de conversie activ.
2. *Includerea provizioanelor pentru riscuri şi cheltuieli în datoriile totale contabile.* Această corecție se realizează numai atunci când se estimează că există o probabilitate foarte ridicată de utilizare a acestor provizioane (peste 50%) şi nu o simplă eventualitate de cheltuire.

Scanned with OKEN Scanner

3. *Deducerea sarcinilor fixate latente* legate de reintroducerea progresivă a non-valorilor din activ şi a provizioanelor reglementate din pasiv în cheltuielile exerciţiilor financiare viitoare.

În felul acesta, ANC reflectă valoarea contabilă a capitalurilor proprii ale firmei:

ANC = Capitalurile proprii contabile

Uneori, din capitalurile proprii se scad dividendele care vor fi distribuite către acţionari în contul exerciţiului financiar încheiat. În aceste cazuri, ANC va corespunde numai capitalurilor proprii aflate la dispoziţia firmei:

Capitaluri proprii disponibile = Capitaluri proprii contabile – Dividende de plată

Neajunsurile_metodei ANC se referă la posibilitatea existenţei unor neconcordanţe între înregistrările contabile şi situaţia patrimonială reală a firmelor. Metoda reflectă numai costurile istorice de constituire a activelor firmei, care, de regulă, nu sunt actualizate la valoarea lor reală de utilitate (valoare justă) şi la evoluţia preţurilor de înlocuire. Aplicarea unor reguli fixe de amortizare, de constituire a rezervelor şi provizioanelor, precum şi de calcul al sarcinilor fiscale poate să ducă la înregistrări contabile corecte din punct de vedere legal, dar care deformează realitatea economică a firmei. Metoda contravine acelui principiu de evaluare a firmei conform căruia valoarea este orientată spre viitor, trebuind să exprime mai ales capacitatea beneficiară a firmei.

8.4. Activul net contabil corectat (ANCC)

Nevoia depăşirii neajunsurilor specifice metodei activului net contabil a determinat efectuarea unor corecţii suplimentare ale bilanţului contabil şi constituirea unui bilanţ economic, care exprimă într-o măsură mai realistă patrimoniul net al firmei. Teoretic, ANCC reprezintă volumul capitalului necesar pentru a reconstitui patrimoniul net al firmei la nivelul valorii reale de utilitate a acestuia. Conceptul

Scanned with OKEN Scanner

cheie utilizat de metoda ANCC este valoarea de utilitate sau valoarea justă a unui element de activ. Valoarea de utilitate, exprimând costul istoric al activului, arată simultan şi capacitatea economică a acestuia, respectiv capacitatea de a genera venituri. Expresia cea mai pură a valorii de utilitate a unui activ este valoarea de piaţă a acestuia. Dacă nu există posibilitatea determinării preţului pe piaţă a activului, se va proceda la stabilirea unei valori de utilitate estimată.

Principalele corecţii aduse elementelor de activ sunt următoarele:

A. *Elementele de activ contabil se corectează prin adăugarea sau scăderea de valoare în raport cu valoarea lor contabilă.*

1) Se diferenţiază elementele necesare exploatării de cele în afara exploatării, care pot fi vândute fără a afecta funcţionarea normală a firmei. Aceste elemente nu participă la calculul ANCC, sunt evaluate separat prin estimarea unei valori venale nete calculată în felul următor:

Valoarea venală netă = Preţ de vânzare a activului – Cheltuieli accesorii vânzării – Impozit pe plus valoarea activului

Plus valoare activ = Preţ de vânzare – Valoare contabilă netă

Corecţiile elementelor de activ care participă în exploatare urmăresc determinarea valorii de utilitate (justă) a acestora.

2) Imobilizările necorporale se corectează conform următoarelor uzanţe:

- Se elimină non-valorile de activ.
- Cheltuielile cu cercetarea-dezvoltarea care nu sunt nominalizate pe proiecte distincte sau nu sunt finanţate din fonduri proprii ale firmei sau nu au şanse majore de finalizare prin inovaţii cu impact economic pozitiv se elimină din calculul ANCC.
- Dacă anumite active necorporale nu pot fi evaluate separat de celelalte active, ele de asemenea vor fi eliminate din calculul ANCC şi evaluate în mod global prin goodwill, care ulterior se va adăuga la valoarea ANCC.

Scanned with OKEN Scanner

- Dacă anumite active necorporale au o valoare independentă şi pot fi vândute separat pe piaţă, vor fi evaluate fiecare în parte şi incluse în valoarea ANCC.

3) Imobilizările corporale pot fi evaluate prin mai multe metode, în funcţie de natura lor:

- Valoarea terenurilor se stabileşte prin metoda preţurilor pieţei şi depinde de mai mulţi factori, astfel evaluatorul trebuind să interpreteze corect, eventual prin utilizarea unor coeficienţi speciali, parametri cum ar fi: localizarea terenului, facilităţile şi utilităţile urbanistice existente, reglementările privind regimul construcţiilor, rezistenţă la construcţii. Valoarea terenurilor cu construcţii poate fi stabilită prin două metode: metoda 1 are ca punct de referinţă preţul de piaţă pe metru pătrat al terenului neconstruit căruia i se poate aplica o diminuare de 25% - 30%; metoda 2: terenul se reţine la o valoare de 30% - 40% din valoarea construcţiilor de pe el.
- Valoarea de utilitate a clădirilor depinde de poziţia lor în cadrul localităţii, gradul de adaptare funcţională la activităţile ce au loc în incinta lor şi vechime. În evaluare se utilizează, de regulă, valoarea de piaţă în cazul acelor clădiri pentru care există o piaţă a imobilelor similare. În cazul în care nu exisă o piaţă, valoarea clădirii poate fi determinată prin: metoda valorii de reconstrucţie sau a costului de înlocuire, care pleacă de la costul de construcţie pe metru pătrat al unei clădiri noi similare, înmulţit cu suprafaţa în metri pătraţi a clădirii evaluate; metoda valorii de achiziţie (asemănătoare cu metoda valorii de piaţă a construcţiei) în care se pleacă de la valoarea de piaţă a unei construcţii asemănătoare, care apoi este corectată în funcţie de vechimea construcţiei şi gradul de adaptare funcţională la activitatea ce se desfăşoară în interior; metoda capacităţii beneficiare a activului, care are ca punct de referinţă fluxurile de venituri pe care clădirea respectivă le poate asigura într-o perioadă finită sau nedefinită de timp. Aceste venituri se actualizează. De regulă, sunt reţinute veniturile posibile dintr-o eventuală închiriere. Rata de actualizare utilizată este, recomandabil, rata dobânzii la depozitele bancare pentru o perioadă egală cu perioada închirierii luată în calcul.

Scanned with OKEN Scanner

4) Evaluarea elementelor aparţinând mijloacelor fixe (maşini, utilaje, echipamente, instalaţii, autovehicule etc.) se face ţinându-se cont de costul prezent al unui bun similar, gradul de uzură fizică şi morală, cheltuielile necesare pentru asigurarea funcţionării lor normală, posibilitatea vânzării acelui bun pe piaţă. Câteva uzanţe în evaluarea mijloacelor fixe sunt:

- Reevaluarea periodică a mijloacelor fixe pentru a corecta costul istoric cu evoluţiile ratei inflaţiei.
- Echipamentele şi utilajele uzate moral se evaluează, de regulă, la o valoare posibilă de vânzare pe piaţă, eventual la preţul materialelor recuperabile după dezafectarea lor.
- În cazul mijloacelor fixe neutilizabile pe termen lung se stabileşte un preţ posibil al vânzării acestora pe piaţă.

5) Investiţiile în curs se evaluează după principii asemănătoare cu cele aplicate mijloacelor fixe, ţinându-se cont de gradul de realizare a investiţiilor conform proiectului.

6) Imobilizările corporale dobândite în leasing se introduc în rândul activelor aparţinând firmei, fiind incluse în calculul ANCC, cu menţiunea că ratele scadente (mai puţin dobânzile) sunt încorporate în pasiv (la datorii). Astfel, se ia în considerare şi amortizarea aferentă bunurilor în leasing, acestea fiind reflectate la o valoare de utilitate egală cu valoarea netă (fără amortizare). În aceste cazuri, amortizarea se deduce din redevenţa (rata) datorată anual şi se trece pe cheltuielile de exploatare ale perioadei. Diferenţa dintre rata datorată şi amortizarea astfel înregistrată este considerată o cheltuială financiară. Contrapartida imobilizărilor în leasing, introduse în activul firmei, este reprezentată în pasiv de o datorie pe termen lung egală, după caz, cu valoarea brută sau netă a bunurilor respective.

7) Imobilizări financiare sunt titluri de participaţie, titluri imobilizate ale activităţilor de portofoliu, alte titluri imobilizate şi creanţe imobilizate. Punctul de plecare în evaluarea imobilizărilor financiare îl constituie preţul de cumpărare al acestora sau valoarea înscrisă în contractul de achiziţie, care serveşte la înregistrarea contabilă a acestor active în patrimoniul firmei. Evaluatorul trebuie să verifice corectitudinea înregistrărilor în patrimoniu a acestor active, având în vedere prevederea legală conform căreia cheltuielile accesorii legate de achiziţia unor imobilizări financiare se înregistrează în

Scanned with OKEN Scanner

contul cheltuieli de exploatare ale perioadei. Câteva uzanțe în evaluarea imobilizărilor financiare sunt:

- Împrumuturile pe termen lung acordate de firma evaluată unor terțe persoane se rețin, de regulă, la valoarea lor contabilă. Dacă însă rata dobânzii solicitată este sensibil mai mică față de rata medie a dobânzii de pe piața financiar-bancară, valoarea acelui credit se va reține prin actualizarea valorii contabile cu o rată egală cu diferența dintre rata medie a dobânzii de pe piață și rata dobânzii solicitată de firma evaluată.
- Dacă titlurile de participație corespund unei participări foarte importante (peste 50%) în capitalul unui terț, acesta va fi considerat ca aparținând ansamblului economic al firmei evaluate.
- Titlurile aparținând unor societăți cotate la bursă sunt reținute la valoarea lor bursieră din momentul evaluării.
- Titlurile de participație minoritară în capitalurile unor societăți necotate la bursă se evaluează în funcție de valoarea de capitalizare a dividendelor sau a profitului net, eventual la o valoare plauzibilă de negociere și vânzare către un investitor interesat.
- Dacă filialele firmei evaluate funcționează în pierdere, în cazul lor se vor aplica proceduri de evaluare specifice firmelor în dificultate.

8) La evaluarea stocurilor, pentru care trebuie să se facă în prealabil un inventar fizic și să se calculeze indicatorii de rotație, se procedează în felul următor:

- Materiile prime, materialele și componentele se evaluează prin metode tradiționale - FIFO, LIFO, NIFO, costul mediu ponderat al perioadei sau costul de achiziție al ultimei zile din exercițiu.
- Stocurile depreciate și / sau inutilizabile pentru firmă se rețin la o valoare egală cu un preț posibil de vânzare a acestora pe piață, diminuat cu cheltuielile asociate vânzării.
- Produsele finite destinate vânzării se rețin la un preț de piață actual, diminuat cu cheltuielile de vânzare.

Scanned with OKEN Scanner

- Producția și serviciile în curs se reține la costul lor de producție, ținându-se cont de gradul sau stadiul de realizare a operațiilor tehnologice.
- Se vor constitui provizioane pentru deprecierea stocurilor, pentru stocurile inutilizabile sau nevandabile precum și pentru stocurile vandabile (care pot fi vândute), în cazul în care se anticipează o evoluție negativă a prețurilor pieței.

9) Evaluarea creanțelor se face în funcție de vechimea lor și riscul de neîncredere privind încasarea lor. În acest sens, principalele uzanțe sunt:

- Creanțele mai vechi de un an și /sau cu probabilitate ridicată de neîncasare sunt reținute la valoare 0.
- Cele pentru care s-a acordat credit client și se află în termenul contractual de creditare se reține la valoarea lor contabilă.
- Cele cu o vechime mai mare de 6 luni, dar considerate a fi totuși încasabile se reține prin diminuarea valorii contabile cu 25%- 50%, în funcție de riscul de neîncasare.
- Efectele comerciale scontate dar neajunse la scadență se reintroduc în activul bilanțier, contrapartida lor din pasiv constituind-o o datorie pe termen scurt.
- Creanțele exprimate în valută străină se evaluează la cursul de referință al BNR din ziua evaluării.
- În cazul deprecierii creanțelor se vor constitui provizioane.

10) Plățile anticipate nu se includ în calculul ANCC.

11) Avansurile de la furnizori nu se includ în calculul ANCC.

12) Disponibilitățile bănești (casă, conturi bancare, cec-uri, acreditive etc.) se reține la valoare nominală, iar cele în valută sunt transformate în lei la cursul de referință al BNR din ziua evaluării.

13) Cambiile, biletele la ordin și alte efecte comerciale, dacă sunt tranzacționabile, vor fi reținute la valoarea cotației de piață din ziua evaluării (eventual minus un comision asociat vânzării), iar dacă nu sunt tranzacționabile, se reține la valoarea lor contabilă.

14) Mărcile poștale și timbrele judiciare, cu excepția celor cu certă valoare filatelică, se reține la valoarea lor nominală, iar pentru cele cu valoare filatelică valoarea justă se stabilește printr-o expertiză de specialitate (minus onorariul expertului).

Scanned with OKEN Scanner

15) Cheltuielile înregistrate în avans şi cheltuielile de repartizat pe mai multe perioade, fiind active fictive, nu se includ în calculul ANCC.

16) Diferenţele de conversie activ, fiind active fictive, nu se includ în calculul ANCC.

B. Corectarea elementelor de pasiv. În practica evaluării sunt acreditate următoarele uzanţe privind corectarea elementelor de pasiv:

1) Datoriile se reţin de regulă la valoarea lor contabilă.

2) Creditele pe termen lung contractate de firma evaluată la o dobândă sensibil inferioară de cea observată pe piaţă sunt depreciate prin actualizarea lor cu o rată egală cu diferenţa dintre dobânda normală a pieţei şi dobânda din contractul de creditare.

3) Se includ în datorii sumele de natura unor obligaţii periodice a căror estimare este posibilă:

- Plăţile efectuate de firmă cu regularitate, pentru care nu s-au primit până în momentul evaluării facturile.
- Datoriile pe cale de a se produce (de exemplu în cazul probabilităţii ridicate de plată a unor daune, despăgubiri, penalităţi, garanţii etc.), constituindu-se provizioane pentru riscuri şi cheltuieli pentru aceste obligaţii previzibile.
- Dividendele corespunzătoare exerciţiului propuse, dar neaprobate încă de AGA până în momentul evaluării.

4) Includerea redevenţelor totale rămase de plată pentru imobilizările corporale obţinute în leasing.

5) Se includ în datorii impozitele latente concretizate în impozitele datorate pentru plus valoarea care s-a obţinut din vânzarea unor active şi impozitele conţinute de unele elemente de capitaluri proprii cum ar fi subvenţii pentru investiţii şi provizioane reglementate.

Formulele de calcul al ANCC sunt următoarele:

ANCC = Activ contabil corectat − Datorii contabile corectate

Activ contabil corectat = Σ Elemente de activ la valoare justă

Dacă pe baza ANC poate fi calculată valoarea contabilă a unei acţiuni sau părţi sociale, pe baza ANCC se calculează valoarea lor matematică:

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea contabilă a unei acțiuni (părți sociale) = ANC / Număr acțiuni (părți sociale)

Valoarea matematică a unei acțiuni (părți sociale) =ANCC / Număr acțiuni (părți sociale)

Neajunsurile metodei ANCC sunt, în principal, următoarele:

- Ca şi metoda ANC, evaluarea prin ANCC nu este orientată spre viitor (nu exprimă randamente viitoare posibile ale firmei).
- ANCC nu reflectă valoarea goodwill-ului (toate activele intangibile care nu sunt reflectate în bilanț) şi investițiile necesare pentru menținerea şi dezvoltarea economică a firmei.

8.5. Valorile substanțiale (brută, redusă, netă) ale firmei

Valoarea substanțială brută (VSB) reprezintă valoarea tuturor activelor aflate la dispoziția firmei, indiferent de modul lor de finanțare, pe care firma le foloseşte în exploatare, respectiv pentru desfăşurarea activității sale curente. Valoarea substanțială brută se calculează pornind de la activul contabil corectat la care se adaugă activele utilizate de firmă, dar care nu se află proprietatea ei şi din care se scad activele aparținând firmei, dar pe care aceasta nu le utilizează în exploatare:

VSB = Activ contabil corectat

\+

Active obținute prin închiriere şi /sau leasing (dacă nu au fost incluse în calculul ANCC)

–

Active aparținând firmei dar închiriate unor terți

–

Cheltuieli cu reparațiile sau legate de aducerea în stare de funcționare normală a activelor de exploatare

Valoarea substanțială redusă (VSR) se calculează plecând de la valoarea substanțială brută din care se scad datoriile nepurtătoare de dobânzi şi cele contractate de firmă în condiții favorabile față de condițiile normale ale pieței financiar-bancare:

Scanned with OKEN Scanner

VSB = VSB – Datorii nepurtătoare de dobânzi – Datorii în condiții preferențiale

Valoarea substanțială netă (VSN) este valoarea substanțială brută depreciată cu valoarea totală a datoriilor firmei:

VSN = VSB – Datorii totale

Se observă că valoarea substanțială netă se apropie foarte mult ca mărime de activul net contabil corectat. Totuşi, se consideră că valoarea substanțială netă reflectă mai bine condițiile reale de exploatare ale firmei prin faptul că ține cont de toate activele utilizate de aceasta, indiferent de aspectul juridic al proprietății asupra lor.

8.6. Capitalurile permanente necesare exploatării

Capitalurile permanente necesare exploatării (CPNE) nu exprimă valoarea reală a firmei, ci numai capitalul necesar pentru a reconstitui o firmă cu parametri economico-financiari ai exploatării similari cu cei ai firmei evaluate. În această logică, capitalul permanent necesar exploatării este foarte apropiat ca mărime de activul economic total al firmei, reflectând ansamblul resurselor necesare pentru finanțarea imobilizărilor de exploatare şi a nevoii de fond de rulment de exploatare. Există mai multe posibilități de stabilire a capitalului necesar exploatării:

a) CPNE = Imobilizări din exploatare + Nevoia de fond de rulment de exploatare + Active închiriate de la terți + Active în leasing

b) CPNE = Valoarea substanțială brută – Datorii de exploatare – Efecte comerciale scontate dar neajunse încă la scadență

c) CPNE = Imobilizări totale de exploatare (proprii şi străine) + Investiții suplimentare (de dezvoltare) + Costuri de repunere sau menținere în stare funcționabilă a activelor + Nevoia de fond de rulment de exploatare

Scanned with OKEN Scanner

Atât capitalul permanent necesar exploatării cât şi evaluările substanţiale nu reprezintă metode propriu-zise de evaluare patrimonială a firmei ci se folosesc în cadrul evaluărilor prin metode mixte sau hibride de evaluare bazate pe good-will.

8.7. Aplicaţie rezolvată

Se dau următoarele date:

Activ		Pasiv	
Imobilizări necorporale	300	Capitaluri proprii	9700
din care:		Proviz. pentru riscuri şi chelt.	2110
• cheltuieli constituire	110	Datorii totale, din care:	3980
• cheltuieli cercetare/dezvoltare	190	• împrumuturi pe termen lung	2500
		• furnizori	1480
Imobilizări corporale	5500		
din care:			
• terenuri	500		
• clădiri	1500		
• maşini, utilaje	3500		
Imobilizări financiare	400		
• acţiuni la "ALFA" SRL	400		
Stocuri, din care:	6000		
• materii prime	4200		
• produse finite	1800		
Creanţe, din care:	2500		
• clienţi	2000		
• acţiuni "β" SA	500		
Disponibilităţi	700		
Cheltuieli de repartizat pe mai multe perioade	390		
Total	15790	**Total**	15790

La evaluare s-a constatat că:

– în caz de reuşita, cheltuielile de cercetare-dezvoltare vor asigura un profit suplimentar de 420 lei;

– valoarea de piaţă a terenurilor este de 350 lei;

– valoarea de piaţă a clădirilor este de 1150 lei;

Scanned with OKEN Scanner

- rata de amortizare medie utilizată de firmă este de 12%;
- rata de amortizare medie din sector este de 20%;
- rata de actualizare globală a costurilor istorice a mijloacelor fixe este de 40%;
- coeficientul global de uzură morală este de 15%;
- Firma "α" SRL este deținută în proporție de 70%. Activul net contabil corectat al "α" SRL este de 3400 lei;
- sunt vandabile doar 80 % din produsele finite, la un preț global al pieței de 2050 lei;
- 60 % din creanțe-clienți sunt în termenul contractual de încasare, iar 40 % sunt mai vechi de un an;
- capitalizarea bursiera globală a acțiunilor "β" SA este de 420 lei;
- riscurile şi cheltuielile pentru care s-au constituit provizioane au o probabilitate de a se produce de 90%.

Se cere:

1) Activul net contabil;
2) Activul net contabil corectat;
3) Capitalurile permanente necesare exploatării.

Rezolvare:

1) Determinarea activului net contabil (ANC)

1.1) Prin metoda valorii contabile a capitalurilor proprii

ANC = capital propriu + provizioane pentru riscuri si cheltuieli – active considerate "non-valori"

ANC = 9700 + 2110 - (110 + 390) =11310 lei

1.2) Prin metoda clasica

ANC = activ contabil total – datorii contabile totale – active considerate "non-valori"

ANC = 15790-3980-500 =11310 lei

Scanned with OKEN Scanner

2) Determinarea activului net contabil corectat (ANCC)

2.1) Corectarea valorii contabile a elementelor de activ pentru obținerea valorilor de utilitate (juste) ale acestora:

a) cheltuieli de constituire – fiind un activ fictiv se reține la valoarea de utilitate = 0 lei;

b) cheltuieli cu cercetarea – dezvoltarea – pot fi reținute la o valoare de utilitate egală cu mărimea profitului suplimentar pe care l-ar asigura în caz de reușită = 420 lei;

c) terenuri – se reţin la valoarea de piață = 350 lei;

d) clădiri – se reţin la valoarea de piață = 1150 lei;

e) mijloace fixe (maşini şi utilaje)

e_1) Corectarea valorii contabile a mijloacelor fixe cu diferența de amortizare

$$MF_{corectate} = \frac{\text{MFla valoarea contabila x (1 - rata medie de amortizare din sector)}}{\text{1 - rata amortizare utilizata de firma}}$$

$$MF_{corectate} = \frac{3500x(1-0,2)}{1-0,12} = 3181,81 \text{ lei}$$

e_2) Actualizarea costurilor istorice a mijloacelor fixe

$$MF_{corectate\ actualizate} = MF_{corectate} \times (1 + \text{rata actualizare globala})$$

$$MF_{corectate\ actulizate} = 3181,81 \times (1 + 0,4) = 4454,53 \text{ lei}$$

e_3) Corectarea valorii mijloacelor fixe cu coeficientul de uzură morală şi obținerea valorii de utilitate (valoare utilitate = VU)

$$VUMF = MF_{corecate\ actulizate} \times (1 - \text{coeficient uzură morală})$$
$$VUMF = 4410 \times (1-0,15) = 3786,35 \text{ lei}$$

f) Acțiuni "ALFA"SRL - valoarea lor de utilitate se obține astfel:
= % procent participare × ANCC "α" SRL
= 70 % × 3400 = 2380 lei;

g) Materii prime - nedispunând de nicio informație suplimentară se reține la valoarea lor contabilă = 4200 lei;

Scanned with OKEN Scanner

h) Produse finite – cele vandabile 80% se reţin la preţul global de piaţă = 2050 lei. Restul de 20 % nevandabile au o valoare justă = 0 lei;
i) Creanţe clienţi: 60% aflate în termenul de încasare se reţin la valoarea contabilă = 2000 × 60% =1200 lei; restul de 40 % se reţin la valoarea 0 lei;
j) Acţiuni "β" SA se reţin la valoarea lor bursieră = 420 lei;
k) disponibilul se reţine la valoarea nominală (contabilă) = 700 lei;
l) cheltuieli de repartizat = 0 lei.

2.2 Determinarea activului brut contabil corectat (ABCC)

ABCC = Σ active la valoarea justă

ABCC = 0 + 420 + 350 + 1150 + 3786,35 + 2380 + 4200 + 2050 + 0 + 1200 + 0 + 420 + 700 + 0 = 16656,35 lei

2.3 Corectarea datoriilor contabile ale firmei

a) Determinarea provizioanelor pentru riscuri şi cheltuieli de natura unor datorii:

Provizioane dat = provizioane pentru riscuri şi cheltuieli × probabilitatea de producere (P)

Provizioane dat = 2110 × 90% = 1899

b) Determinarea datoriilor totale contabile corectate (DTCC)

DTCC = datorii totale contabile + provizionare de natura datorii

DTCC = 3980 + 1899 = 5879 lei

2.4 Calculul activului net contabil corectat (ANCC)

ANCC = ABCC – DTCC

ANCC = 16656,35 – 5879 = 10777,35 lei

3) Determinarea capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE)

CPNE = imobilizări pentru exploatare + nevoia de fond de rulment pentru exploatare (NFR exploatare)

NOTA: Toate elementele de calcul al CPNE sunt reţinute la valoarea lor justă şi nu la cea contabilă

Scanned with OKEN Scanner

3.1 Determinarea imobilizărilor pentru exploatare

Vom considera că toate activele imobilizate corporale ale firmei evaluate sunt utilizate în exploatare.

Imobiliz. exploat. = 350 + 1150 + 3786,35 = 5286,35 lei

3.2 Stabilirea nevoii de fond de rulment pentru exploatare (NFR exploatare)

Vom considera că întreaga NFR este atribuită activității de exploatare

$NFR_{exploat}$ = NFR = stocuri + creanțe clienți – datorii exploatate

$NFR_{exploat}$ = 4200 + 2050 + 1200 - 1480 = 5970 lei

3.3 Calculul capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE)

CPNE = 5286,35 + 5970 = 11256,35 lei

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 9

METODE DE EVALUARE PRIN RENTABILITATE

9.1. Fundamentele evaluării prin rentabilitate a firmelor

Metodele de evaluare prin rentabilitate mai sunt cunoscute şi sub denumirile de metode de evaluare prin randamente sau metode de evaluare prin capitalizarea rezultatelor economice. Din perspectiva acestui grup de metode, valoarea firmei este dată de rezultatele economice viitoare realizabile din exploatare. În cadrul acestor metode, preţul unei tranzacţii ipotetice, având ca obiect firma evaluată, este exprimat printr-un număr de profituri nete anuale (sau alte rezultate economice) plătibile de un potenţial cumpărător pentru achiziţionarea firmei respective.

Acest număr de profituri nete anuale plătibile este evidenţiat cu ajutorul unui coeficient multiplicator prin intermediul căruia profitul net anual reproductibil se transformă în capital. Mărimea acestui capital exprimă valoarea firmei. Rezultă că la baza evaluării prin rentabilitate stau operaţiunile de capitalizare a profitului net. Evaluarea propriu-zisă parcurge două etape:

- Stabilirea profitului net anual reproductibil (sau alt rezultat economic).
- Determinarea coeficientului multiplicator sau a ratei de capitalizare.

Profitul net anual reproductibil (PNr) este diferit de profitul net contabil al firmei. Astfel, profitul net anual reproductibil reprezintă un profit net contabil corectat în scopul eliminării deformărilor de evaluare induse de reglementările contabile şi fiscale, precum şi de fluctuaţiile întâmplătoare ale cheltuielilor şi veniturilor firmei. Modelul general al corectărilor este următorul:

Profitul net reproductibil = Profit brut contabil ±Venituri şi cheltuieli economice corectate – Profit brut contabil corectat – Impozit pe profit conform reglementărilor în vigoare

Din punct de vedere analitic, principalele corecţii de efectuat în procesul de aplicare a metodei sunt următoarele:

- Reintegrarea unei părţi din salarizarea managerilor, care sunt şi acţionari ai firmei, în cheltuielile economice. Această corecţie este indicată atunci când creşterea salariilor pentru managerii respectivi este explicabilă prin interese de evitare a unei fiscalităţi suplimentare. De exemplu, în cazul aplicării unei cote de impozitare de 10% asupra dividendelor rezultate după repartizarea profitului impozitat la rândul său cu o cotă de 16%, avem o cotă generală de impozitare a veniturilor managerilor acţionari de 27,6%. În situaţia în care cota maximă de impozitare a veniturilor salariale este inferioară acestei valori de 27,6% este posibil ca managerii acţionari să dorească să beneficieze de un salariu majorat în condiţia unui dividend mai mic.
- Corecţii privind stocurile. Plusvaloarea constatată cu ocazia inventarierii fizice a stocurilor va fi reintrodusă în veniturile firmei evaluate, iar minus valoarea va fi reintegrată în cheltuieli.
- Corecţii pentru diferenţa între amortizarea tehnică şi amortizarea fiscală. Se practică în cazurile în care amortizarea efectivă este insuficientă din punct de vedere economic sau când amortizarea fiscală este mai mare decât amortizarea economică reală. Pentru realizarea acestei corecţii se calculează rata de amortizare efectivă:

Rae =Amortizări calculate / Imobilizări contabile brute

Este util să se calculeze această rată pe categorii sau clase de active imobilizate.

- Corecţii privind provizioanele. Necesitatea lor se explică prin faptul că supradotarea în ceea ce priveşte provizioanele afectează de asemenea profitul net al firmei. În cazul

Scanned with OKEN Scanner

provizioanelor importante este necesară estimarea probabilității utilizării lor pentru a stabili dacă aceste provizioane vor fi asimilate unor capitaluri proprii şi, prin urmare, reintegrate în profitul net real sau vor fi încorporate în datorii, fiind, deci, considerate sume revenite unor terţi, diminuând mărimea profitului net real.

- Corecţii privind pierderile şi profitul extraordinar. Acestea provin, de regulă, din afara exploatării şi sunt eliminate din calculul profitului net real al firmei.
- Alte corecţii cu referire în special la diferenţa dintre valoarea justă a activului şi valoarea lor contabilă, stabilite la calcularea activului net contabil corectat. Astfel, diferenţele pozitive se reintegrează în profitul net real, iar diferenţele negative se scad:

(Valoare justă – Valoare contabilă) > 0 se reintegrează
(Valoare justă – Valoare contabilă) < 0 se scad

Aceste corecţii vor afecta baza de calcul a impozitului pe profit.

Rata de capitalizare şi coeficientul multiplicator. Rata de capitalizare (k) este un divizor cu ajutorul căruia un venit economic, în cazul de faţă profitul net, este transformat în capital, respectiv în valoarea investiţiei care a generat valoarea acelui venit. Utilizarea ratei k este recomandată numai în cazurile în care venitul economic este de mărimea unei anuităţi (mărime anuală egală). Din punct de vedere financiar, k reprezintă, de fapt, rata de rentabilitate pe care o solicită un investitor potenţial pentru a accepta să îşi plaseze capitalurile în afacerea evaluată.

Coeficientul multiplicator K este inversul ratei k, exprimând numărul de profituri nete anuale (sau alt rezultat economic) pe care un potenţial cumpărător ar fi dispus să-l plătească pentru achiziţionarea firmei evaluate:

$$K = 1 / k$$

Determinare ratei k are loc pe baza unei proceduri foarte asemănătoare cu cea prin care se stabileşte o rată de actualizare. Punctul de referinţă îl constituie o rată neutră a câştigului (fără risc) deflatată (fără impactul inflaţiei) la care se adaugă o primă de risc:

Scanned with OKEN Scanner

k = Rată câştig fără risc + Primă de risc

Rata de capitalizare ca şi mărimea profitului net reproductibil sunt valori în jurul cărora se concentrează cea mai mare parte a eforturilor de evaluare mai ales atunci când este vorba de preluarea firmei de către un nou proprietar. În aceasta ultimă situație se manifestă două tendințe opuse:

- Vânzătorul urmăreşte să-l convingă pe cumpărător de existența unor riscuri minime privind reproducerea în viitor a profitului net, străduindu-se astfel să impună o rata k cât mai scăzută şi un profit net cât mai mare pentru a obține o valoare şi un preț cât mai mare.
- Cumpărătorul va urmări să se asigure împotriva riscului neîncasării în viitor a profitului net, invocând riscuri şi incertitudini cât mai mari pentru a putea solicita majorarea ratei k şi diminuarea profitului net, în scopul obținerii unui preț cât mai mic.

9.2. Tipuri de valori de rentabilitate ale firmei

Metoda valorii de rentabilitate simplă. Procedeul se practică atunci când se consideră că firma evaluată va funcționa o perioadă nedefinită de timp, iar variațiile rezultatelor economice anuale vor fi nesemnificative, însemnând că profitul net va înregistra valori aproximativ constante. Relația de calcul a valorii firmei este următoarea:

$$VF = PN_r / k$$
$$VF = PN_r \times K$$

Rezultatul aplicării metodei este influențat de raportul dintre rata de capitalizare utilizată şi nivelul rentabilității economice reale a firmei evaluate. Dacă a fost folosită o rată de capitalizare mai mare decât rentabilitatea efectivă, valoarea astfel obținută va fi în favoarea cumpărătorului. Dacă însă rata de capitalizare folosită este mai mica decât rentabilitatea efectivă valoarea firmei v-a fi în favoarea vânzătorului.

Scanned with OKEN Scanner

În cazul evaluării unor societăți cotate la bursă, multiplicatorul K poate lua forma coeficientului de capitalizare bursieră a unei acțiuni (PER):

$$\text{PER} = \frac{Curs\ bursier\ al\ 1\ acțiuni}{Profit\ net\ per\ 1\ acțiune}$$

În acest mod, rezultă că:

$$VF = PER \times PN_r$$

Valoarea de rentabilitate limitată. Valoarea de rentabilitate continuă. Valoarea de rentabilitate limitată se bazează pe capitalizarea unei serii de profituri nete anuale viitoare pentru un număr limitat de ani de funcționare economică a firmei, luându-se în calcul şi valoarea reziduală a acesteia la sfârşitul perioadei. Astfel:

$$VF = \Sigma \frac{PNr_n}{(1+k)^n} + \frac{Vrez}{(1+k)^n}$$

în care:

n = anii de funcționare economică a firmei;

V_{rez} = valoarea reziduală a firmei la sfârşitul perioadei de previziune.

Valoarea de rentabilitate continuă se bazează pe ideea că valoarea reală a firmei este dată în principal de profitul net mediu anual previzionat, ca un gen de rentă perpetuă, la care se adaugă valoarea de rentabilitate simplă a firmei. Astfel:

VF = Profit net mediu previzionat + Valoare de rentabilitate simplă

Principalele neajunsuri ale metodelor de evaluare prin rentabilitate se refera la următoarele aspecte:

- Deşi reflectă valoarea unei firmei în funcție de randamentul economic, metodele nu țin cont de resursele suplimentare care trebuie alocate pentru menținerea şi creşterea potențialului de profitabilitate.

Scanned with OKEN Scanner

- Metodele nu țin cont de structura financiară a firmei, respectiv de raportul dintre datoriile şi capitalurile proprii.
- Metodele nu sunt aplicabile firmelor în dificultate financiară sau cu o rentabilitate scăzută.
- Metodele nu sunt aplicabile de asemenea firmelor a căror evoluție viitoare, deşi prezumat pozitivă, se aşteaptă a fi, totuşi, neuniformă sau în salturi.

9.3. Stabilirea valorii firmei prin actualizarea cash-flow-urilor

*Metoda cash-flow-urilor actualizate (CFA)*Cash-flow-ul sau fluxul monetar net al perioadei rezultă din diferența dintre încasările si plățile efectuate de firmă pe parcursul perioadei. În calculele de evaluare cel mai frecvent se utilizează cash-flow-ul brut şi cash-flow-ul net. De asemenea, din punct de vedere funcțional sau al destinației sale cash-flow-ul utilizat în calculele de evaluare poate fi cash-flow la dispoziția firmei (CFD), cash-flow la dispoziția acționarilor ($CF_{acț}$), cash-flow la dispoziția creditorilor (CFD_{cred}).

Orizontul de previziune a cash-flow-ului Din punctul de vedere al disciplinei de evaluare, durata de viața economică a firmei poate fi împărțită în două subperioade distincte:

- ✓ Perioada de previziune explicită, în care cash-flow-ul poate fi calculat cu precizie şi credibilitate pentru fiecare an. La stabilirea numărului de ani ai acestei perioade se ține cont de următorii factori: durata de viața rămasă a principalelor mijloace fixe şi sisteme tehnice; faza ciclului de viața în care se află principalele produse ale firmei; gradul de modernizare (inversul uzurii morale) a principalelor tehnologii folosite de firmă; perioada de timp necesară pentru stabilizarea şi maturizarea financiară a afacerii. De regulă, perioada explicită reținută în studiile de evaluare acoperă un interval temporal între 3 si 5 ani. După expirarea acestei perioade, pe măsura îndepărtării orizontului de timp al previziunilor, credibilitatea acestora se reduce vertiginos datorită incertitudinilor tot mai mari.
- ✓ Perioada de previziune non-explicită, în care cash-flow-ul nu mai poate fi calculat riguros şi credibil pentru fiecare an. Ca

Scanned with OKEN Scanner

expresie globală a cash-flow-ului total realizabil în această perioadă se va stabili valoarea reziduală a firmei (V_{rez}).

Metodologia de stabilire a valorii firmei prin metoda CFA (metoda cash-flow-urilor actualizate) Valoarea firmei prin metoda CFA rezultă din însumarea valorilor actualizate ale cash-flow-urilor realizabile în anii de previziune explicită la care se adaugă valoarea reziduală a firmei:

$$VF = \sum_{i=1}^{n} \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{V_{rez}}{(1+i)^n} \quad ,$$

în care:
CF = cash-flow;
n = anii perioadei de previziune explicită;
i = rata de actualizare;
V_{rez} *= valoarea reziduală a firmei la sfârşitul perioadei de previziune explicită.*

Practic, stabilirea valorii firmei prin această metodă constă în identificarea tuturor elementelor de calcul ce rezultă din relația de mai sus. Metodologia de evaluare cuprinde următoarele etape:

1. Previziunea cash-flow-ului pentru perioada explicită pe baza evoluției predictibile a veniturilor şi cheltuielilor firmei, respectiv a bilanțurilor şi conturilor de rezultate previzionale.
2. Determinarea valorii reziduale.
3. Stabilirea ratei de actualizare.
4. Calculul valorii firmei.
5. Corectarea valorii calculate a firmei şi stabilirea valorii finale.

Între mărimea ratei de actualizare *i* şi mărimea valorii firmei exista următoarea relație: cu cât *i* este mai mare, cu atât valoarea firmei va fi mai mică şi invers, cu cât *i* este mai mică, cu atât valoarea firmei va fi mai mare. Această relație invers proporțională are următoarea semnificație: o rată *i* mai mare reprezintă, de fapt, bonificația acordată unui investitor, care îşi asumă riscul cumpărării / preluării firmei evaluate. Cu cât acest risc este mai mare, cu atât şi rata de actualizare acceptată de investitor va fi mai mare. Aceasta înseamnă că investitorul pretinde să fie recompensat mai mult, dar într-o manieră specială – prin diminuarea valorii firmei ca urmare a

Scanned with OKEN Scanner

aplicării unei rate de actualizare mai mare, aspect care are drept consecință plata unui preț mai mic pentru achiziționarea / preluarea firmei.

Metoda CFA, deşi mai sofisticată, reprezintă în realitate o variantă a metodelor de evaluare prin rentabilitate, întrucât evaluarea firmei are loc pe baza unor câştiguri economice viitoare. Însă metoda CFA răspunde mai bine intereselor investitorului care trebuie să estimeze nu numai câştigurile economice potențiale şi riscurile aferente lor, ci şi mărimea (volumul) resurselor pe care va trebui să le investească pentru a consolida potențialul de profitabilitate al firmei.

Determinarea valorii reziduale (V_{rez})Valoarea reziduală exprimă valoarea globală a cash-flow-urilor obtenabile de firmă în perioada de previziune non-explicită şi depinde în principal de următorii factori: durata de previziune explicită față de care se află într-o relație de inversă proporționalitate; specificul activităților realizate de firmă; mărimea ratei de actualizare față de care se află într-o relație de inversă proporționalitate. Prezentăm în cele ce urmează câteva metode uzuale de stabilire a valorii reziduale:

Metoda capitalizării cash-flow-urilor:

$$V_{rez} = \frac{CFn+1}{cmpc - q}$$

în care:
CF_{n+1} *= cash-flow-ul din primul an de previziune non-explicită;*
cmpc = costul mediu ponderat a capitalurilor atrase de firmă;
q = rata anuală constantă de creştere a cash-flow-ului aşteptată în perioada de previziune non-explicită.

Metoda capitalizării profitului net rezultat din noile investiții ale firmei:

$$V_{rez} = PN_{n+1} \times (1 - \frac{q}{RI}) / (cmpc - q)$$

în care:
q = rata anuală constantă de creştere a profitului net sperată în perioada de previzionare non-explicită;
RI = rata medie sperată a rentabilității investițiilor efectuate în anii de previziune explicită.

Scanned with OKEN Scanner

Metoda capitalizării profitului din exploatare:

$$V_{rez} = PE_n / (cmpc - q)$$

în care:
PE_n = profitul din exploatare aferent ultimului an de previziune explicită;
q = rata anuală constantă de creştere a profitului din exploatare sperată în perioada de previziune non-explicită.

Metoda capitalizării profitului net cu un coeficient de natura indicelui PER:

$$V_{rez} = PER_n \times PN_n$$

în care: n = ultimul an de previziune explicită.

Metode patrimoniale de identificare a valorii reziduale:

a) Metoda activului net contabil corectat ajustat cu rezultatul investiţiilor:

$$V_{rez} = ANCC_0 + \Sigma(PNRI + Amo - I)_n$$

în care :
$ANCC_0$ = activul net contabil corectat în momentul evaluării;
PNRI = profitul net reinvestit în fiecare an n al perioadei de previziune explicită;
AMO = amortizarea calculată pentru fiecare an n;
I = investiţii de menţinere realizate în fiecare an n;
n = anii perioadei de previziune explicită.

b) Valoarea reziduală poate fi privită şi ca valoare netă a activelor rămase, valoare care poate fi obţinută şi distribuită proprietarilor, fiind vorba, deci, despre o *valoare de lichidare a firmei*, calculată în cazurile când se intenţionează încetarea activităţii la sfârşitul perioadei explicite:
V_{rez} = Valoare de lichidare = Valoarea pe piaţa a terenurilor şi clădirilor + Valoarea rămasă a mijloacelor fixe – Datorii totale contabile – Cheltuieli de lichidare – Impozitul pe sumele rămase distribuibile acţionarilor.

Scanned with OKEN Scanner

b) *Metoda ANCC ajustat cu inflația:*

$$V_{rez} = ANCC_0 \times (1 + f)^n$$

în care:
f = rata medie anuală a inflației așteptată în perioada de previziune explicită;
n = numărul total de ani de previziune explicită.

Metoda se folosește mai ales în cazul evaluării firmelor în patrimoniul cărora terenurile, clădirile și echipamentele încorporate au o pondere majoritară, iar durata rămasă de funcționare a acestor active depășește semnificativ rata de previziune explicită (de exemplu, hoteluri, restaurante etc.).

Stabilirea ratei de actualizare i

Actualizarea reprezintă operațiunea prin care o valoare economică realizabilă în viitor este adusă la valoarea sa prezentă (valoare actuală).

$$S_0 = \frac{S_n}{(1+i)^n}$$

în care:
S_0 = valoarea actuală sau prezentă a unei sume viitoare S_n;
i = rata de actualizare;
n = numărul de ani peste care va fi realizată suma viitoare S_n.

Rata de actualizare reprezintă, din punct de vedere economic, o rată de rentabilitate prin care valoarea curentă a unei sume ce va fi încasată sau plătită în viitor este adusă la valoarea sa actuală. Cu cât anul în care suma viitoare va fi realizată este mai îndepărtat, cu atât valoarea prezentă a acelei sume va fi mai mică și invers. *Nivelul ratei de actualizare este unul dintre factorii ce au un impact decisiv asupra valorii firmei stabilită prin metoda cash-flow-urilor actualizate.*

Investitorul are interesul să impună o rată de actualizare cât mai mare, pentru a plăti un preț cât mai mic, în timp ce vânzătorul este interesat de o rată cât mai mică, pentru a obține un preț cât mai mare. Nivelul ratei de actualizare depinde de:

Scanned with OKEN Scanner

- Rata neutră sau rata câştigurilor fără risc (ifr).
- Mărimea riscului economic specific tuturor firmelor din sector şi mărimea riscului financiar specific firmei evaluate. Acest ultim risc este dat în principal de gradul de îndatorare pe termen lung al firmei evaluate.
- Rata anuala a inflaţiei.

De regulă, în calculele de actualizare se foloseşte o rată de actualizare din care a fost eliminată influenţa inflaţiei, deci o *rată i deflatată:*

$$i_{defl} = ifr_{defl} + \text{mărimea riscului}$$

Trecerea de la o rată i nedeflatată la o rată i deflatată se face în felul următor:

- Când rata anuala a inflaţiei este sub 10%:

$$i_{defl} = i_{nedefl} - f$$

în care:
f = rata anuala a inflaţiei

- Când inflaţia anuala depăşeşte 10%:

$$i_{defl} = (i_{nedefl} - f) / (1 + f)$$

Principalele criterii în funcţie de care este stabilit nivelul ratei i sunt următoarele:

- Structura financiară a firmei evaluate (raportul dintre datorii totale şi capitaluri proprii).
- Faptul cotării sau necotării firmei evaluate la bursa de valori.
- Modul de stabilire a mărimii riscului.

Pentru alegerea ratei neutre *ifr* evaluatorul are la dispoziţie mai multe variante:

1. Costul mediu ponderat al capitalurilor atrase de firmă.
2. Rata dobânzii la obligaţiile emise de sectorul public.
3. Rentabilitatea economică medie a plasamentelor din domeniul imobiliar.
4. Randamentul mediu al acţiunilor la bursă.

Scanned with OKEN Scanner

5. Rata medie de rescont practicată de BNR.
6. Rata medie a dobânzilor practicată de băncile comerciale.
7. O rată medie calculată pe baza a doua sau mai multe valori deja menționate.

Pentru firmele îndatorate pe termen lung, dar necotate la bursă, rata de actualizare este stabilită pe baza relației:

$$i = ifr_{defl} + \text{primă de risc}$$

Există mai multe posibilități de estimare a riscului specific firmei, respectiv a primei de risc, dar mai frecvent utilizate sunt următoarele două:

Modelul primei de risc global:

$$i = ifr_{defl} \times (1 + R)$$

în care:
R = prima de risc global.
Pentru un risc mic: R = 0,25.
Pentru un risc mediu R = 0,5.
Pentru un risc destul de ridicat R = 1.
Pentru un risc ridicat R = 1,5.
Pentru un risc foarte ridicat R = 2.

Modelul primei de risc în trepte:

$i = ifr_{defl}$ + Risc pentru mărimea firmei + Risc pentru pierderea oamenilor cheie + Risc financiar + Risc pentru structura producției / activități + Risc pentru dependența de clienți sau furnizori importanți + Risc aferent erorilor de previziune + Risc de țară

Riscul pentru mărimea firmei este luat în considerare atunci când dimensiunea firmei evaluate (stabilită cu ajutorul unor criterii cum ar fi valoarea activelor, cifra de afaceri, numărul personalului etc.) este mai mică decât mărimea medie a firmelor din sector.

Riscul pentru pierderea oamenilor cheie rezultă din posibilitatea plecării din firmă a unor angajați foarte valoroși, de a căror competență profesională depinde foarte mult succesul afacerii.

Riscul financiar este dat de gradul de îndatorare pe termen lung a firmei.

Scanned with OKEN Scanner

Riscul pentru structura producției / activități se aplica firmelor a căror activitate este specializată, respectiv puternic dependentă de un singur produs sau de o gamă restrânsă de produse înrudite.

Riscul pentru dependența de clienți sau furnizori importanți se aplică atunci când activitățile de aprovizionare, respectiv de distribuție sunt dependente în proporție de minim 25% de un singur furnizor sau de un singur client.

Riscul aferent erorilor de previziune se ia în calcul atunci când previziunile se fac pe termene îndelungate (mai mare de 5 ani), caracterizate prin incertitudini informaționale sporite.

Riscul de țară se ia în calcul în special de către investitorii străini atunci când evaluează o afacere autohtonă.

În cadrul acestui model, notarea diferitor categorii de risc se face pe o scară cuprinsă între 0 si 5%.

Dacă firma evaluată a recurs la împrumuturi pe termen lung, de cele mai multe ori punctul de referință în stabilirea ratei *i* îl constituie costul mediu ponderat al capitalurilor:

$$\text{cmpc} = \text{ccp} \times \frac{Capitaluri\ proprii}{Capitaluri\ permanente} + \text{cdpd} \times \frac{Datorii\ financiare}{Capitaluri\ permanente}$$

în care:
ccp = costul capitalurilor proprii;
cdpd = costul datoriilor purtătoare de dobânzi (datorii financiare).

În cazul firmelor îndatorate pe termen lung, dar necotate la bursă, costul capitalurilor proprii este, de cele mai multe ori, rata de rentabilitate financiara:

$$\text{ccp} = R_f = \text{Profit net / Capitaluri proprii}$$

Pentru firmele îndatorate pe termen lung și cotate la bursă exista mai multe posibilități de calcul al costului capitalurilor proprii:

Capitalizarea dividendelor. În acest caz, costul capitalurilor proprii se calculează pe baza formulei Gordon-Shapiro:

$$ccp = \frac{D_1}{C_0} + g$$

Scanned with OKEN Scanner

în care:

C_0 = *cursul bursier al acțiunilor în momentul evaluării;*

D_1 = *dividendele sperate a fi încasate de acționari la sfârșitul anului;*

g = *creșterea medie anuală sperată a dividendelor în următorii ani.*

Capitalizarea profitului net se bazează pe ipoteza că profitul net va fi distribuit integral sub formă de dividende. Costul capitalurilor proprii nu este altceva decât inversul coeficientului de capitalizare bursieră al acțiunii, PER:

$$ccp = 1 / PER$$

Rezultă că valoarea bursieră a unei acțiuni în momentul evaluării poate fi stabilită în felul următor:

Valoare bursieră per acțiune = PER × Profit net total realizat

Modelul MEDAF sau CAPM.

Costul datoriilor purtătoare de dobânzi se calculează pe baza următoarei relații:

$$cdpd = d' \times (1 - t)$$

în care:

d' = *rata dobânzii la împrumutul pe termen lung conform contractului de creditare încheiat cu banca;*

t = *cota generală a impozitului pe profit.*

Corectarea valorii calculate a firmei Valoarea calculată a firmei se corectează în principal în două moduri:

1) Includerea în valoarea calculată a primelor de control. Se aplică în următoarele situații: achiziționarea de către investitor a unui pachet de acțiuni de minim 25%; cedarea voluntară a controlului asupra firmei; preluarea firmei printr-o operațiune de tip *raider* adică fără acordul consiliului de administrație. Se disting două niveluri ale primei de control: 30% din valoarea calculată a firmei în cazul societăților necotate la bursă; 20% din valoarea calculată pentru societățile cotate la bursă.
2) Diminuarea valorii calculate pentru lipsa de acces la lichidități. Este aplicată numai în cazul societăților necotate la bursă și

Scanned with OKEN Scanner

exprimă dificultatea vânzării unor acțiuni netranzacționate pe piața de capital la un preț rezonabil, în vederea obținerii unor resurse financiare suplimentare. Această depreciere este de 10% - 20%.

Metoda actualizării profitului economic . Neajunsurile metodei actualizate a cash-flow-urilor. Metoda actualizării profitului economic reprezintă o variantă a metodei de evaluare prin actualizarea cash-flow-urilor. Metoda este folosită în situația când, datorită unor volumuri importante ale investițiilor efectuate în anii de previziune explicită, nivelul cash-flow-urilor din această perioadă este foarte scăzut, deşi dinamica firmei în ansamblu este pozitivă. Amintim că profitul economic denumit şi EVA (economic value added) se calculează pe baza următoarei relații:

$$EVA = (R_e - cmpc) \times AE$$

sau

$$EVA = \text{Rezultatul exploatării} - cmpc \times AE$$

Valoarea firmei se va stabili cu ajutorul următoarei relații:

$$VF = \sum \frac{EVA_n}{(1+i)^n} + \frac{V_{rez}}{(1+i)^n}$$

În această metodă valoarea reziduală se stabileşte prin următorul procedeu:

$$V_{rez} = EVA_{n+1} \times (1 - g) / RI \times (cmpc - g)$$

în care :

EVA_{n+1} = *profitul economic estimat pentru ultimul an al perioadei de previziune non-explicită;*

g = *rata anuală sperată de creştere a profitului economic în perioada de previziune non-explicită;*

RI = *rata medie a rentabilității investițiilor realizate în perioada de previziune explicită.*

Principalele neajunsuri ale metodei de evaluare prin actualizarea cash-flow-urilor sunt următoarele:

Scanned with OKEN Scanner

- Riscul unor previziuni greşite privind evoluţia ratei inflaţiei într-un orizont de timp îndelungat.
- Probabilitatea ridicată că mărimea efectivă (reală) a investiţiilor şi variaţiei nevoii de fond de rulment să fie diferită în raport cu estimările evaluatorului.

9.4. Aplicaţii rezolvate

Aplicaţia 1

Se dau următoarele elemente: rata câştigului fără risc este 10 %; prima de risc este de 30 %; rata dobânzii la datoriile pe termen lung este de 25% iar cota impozitului pe profit este de 16%. Se apreciază că în perioada următoare cash flow-ul va avea o evoluţie stabilă.

Având în vedere valoarea cash-flow-ului disponibil şi alte date necesare din aplicaţia 2 din capitolul 3, să se stabilească valoarea de randament a investiţiilor totale realizate în firmă prin actualizarea CFD. Evaluarea se face la sfârşitul perioadei.

Rezolvare:

1.Determinarea ratei de actualizare a CFD

La actualizare vom folosi costul mediu ponderat al capitalului (cmpc):

a) Determinarea costului capitalurilor proprii (ccp)
   ccp = rata cîştig fără risc + prima de risc
   ccp = 10% + 30% = 40%
b) Determinarea costului datoriilor purtătoare de dobânzi (cdpd)
   cdpd = d × (1-t)
   cdpd = 25% × (1-0,16) = 21%
c) Stabilirea cmpc

$$cmpc = ccp \times \frac{CP}{CPR} + cdpd \times \frac{DTL}{CPR}$$

Scanned with OKEN Scanner

$$cmpc = 40\% \times \frac{700}{260+700} + 21\% \times \frac{260}{960} = 29{,}16\% + 5{,}68\% = 34{,}84\%$$

CPR (Capitaluri permanente) = CP (Capitaluri proprii) + datorii termen lung

2.Calculul valorii de randament a investițiilor totale realizate în firmă

Întrucât la evaluare s-a constatat că evoluțiile viitoare ale CFD vor avea un caracter relativ stabil, formula de calcul a valorii firmei corespunzătoare metodei se simplifică:

$$\left.\begin{array}{l} VF = \dfrac{CFD}{i} \\ i = cmpc \end{array}\right\} \Rightarrow VF = \frac{CFD}{cmpc} \Rightarrow \text{VF} = \frac{1101{,}6}{0{,}3484} = 3161{,}8$$

Aplicația 2:

Se dau următoarele elemente:

a) rata câștigului fără risc este de 10%; prima de risc pentru X1 – 35% , X2 – 52,5%K';
b) dobânda la DTL pentru X1 – 40% , X2 – 50%;
c) cota impozitului pe profit – 25%;
d) estimează o evoluție viitoare stabilă a cash flow-ului;
e) se efectuează doar investiții de menținere a actualei capacități de operare.

Folosind datele necesare din aplicația 3 din capitolul 3, ***se cere***:

1. Valoarea de randament a investițiilor totale în grupul X prin actualizarea CFD;
2. Plusul de valoare pe care grupul X îl creează prin funcționarea sa și contribuția lui X1 și X2 la crearea acestui plus de valoare;
3. Daca grupul X ar face obiectul unei preluări de către un investitor strategic să se fundamenteze o valoare rezonabilă de la care să înceapă negocierile.

Scanned with OKEN Scanner

Rezolvare:

1.Determinarea valorii de randament a investițiilor totale pentru grupul X :

1.1.Determinarea cmpc pentru grupul X

a) ccpX1 = rata câştigului fără risc + prima de risc

ccpX1 = 10% + 35% = 45%

b) ccpX2 = 10% + 52,5% = 62,5%

c) cdpdX1 = 40% × (1- 0,25) = 30%

d) cdpdX2 = 50% × (1 - 0,25) = 37,50%

e) $\text{cmpcX1} = 45\% \times \frac{800}{1200} + 30\% \times \frac{400}{1200} = 40\%$

f) $\text{cmpcX2} = 62{,}5\% \times \frac{300}{600} + 37{,}5\% \times \frac{300}{600} = 50\%$

g) $\text{cmpcX} = \text{cmpcX1} \times \frac{CPRX1}{CPRX} + cmpcX2 \times \frac{\text{CPRX2}}{\text{CPRX}} \Rightarrow$

$\text{cmpcX} = 40\ \% \times \frac{1200}{1800} + 50\% \times \frac{600}{1800} = 43{,}33\%$

1.2.Stabilirea valorii investițiilor totale în grupului X:

Întrucât evoluțiile viitoare ale CFD vor fi stabile ⇒

$\text{VF} = \frac{CFDX}{cmpcX} \Rightarrow \text{VF} = \frac{985}{0{,}4333} = 2273 \text{lei}$

2.Determinarea plusului de valoare economică acumulat şi a contribuțiilor lui X1 si X2

2.1.Calculul plusului de valoare (ΔV)

ΔV = VF – Activ economic = 2273 – 1800 = 473 lei

Activ economic ≅CPR (capitaluri permanente) = capitaluri proprii + datorii pe termen lung

2.2.Contributia lui X1 la crearea plusului de valoare :

a) $\text{VFX1} = \frac{760}{0{,}4} = 1900 \text{lei}$

b) VX1 = 1900 – 1200 = 700 lei

Scanned with OKEN Scanner

c) $VFX2 = \frac{225}{0,5} = 450$ lei

d) VX2 = 450 – 600 = - 150 lei

Concluzie: Prin funcționarea sa, grupul X acumulează un supliment de valoare de 473 lei în raport cu activul său economic. La crearea acestui plus de valoare contribuie în exclusivitate numai X1 (700 lei) în timp ce X2 (-150 lei) își diminuează valoarea de funcționare.

3) Fundamentarea valorii de negociere pentru preluarea grupului X

Principii de fundamentare:

a) Activitățile creatoare de valori se rețin la valoarea lor de randament (stabilita inclusiv prin actualizarea CFD.

b) Activitățile consumatoare de valoare economică se rețin la valoarea contabilă a capitalurilor proprii în vederea unei lichidări ulterioare.

VnegX = VFX1 + CPX2

VnegX = 1900 + 300 = 2200 lei

Aplicația 3

Având în vedere valorile cash-flow-urilor anuale stabilite în aplicația 1 din capitolul 3, precum și datele următoare:

1.Cursul bursier al unei acțiuni 18 lei / 1 acțiune;

2.Nr. de acțiuni în care este împărțit capitalul 100 000;

3.Riscul corespunzător sectorului este foarte ridicat, iar rata medie a rentabilității economice din sector este de 10%.

Să se determine valoarea de rentabilitate (randament) a investițiilor totale de capital prin metoda actualizării cash-flow-urilor anuale.

Rezolvare

Evaluarea investițiilor totale în afacere prin metoda actualizării cash flow-urilor.

Scanned with OKEN Scanner

$$VF = \sum \frac{CFn}{(1+i)^n} + \frac{Vrez.}{(1+i)^n}$$

CFn – cash flow – uri anuale;
n- anii perioadei de calcul;
i – rata de actualizare;
Vrez.- valoarea reziduala a investiţiilor totale la sfârşitul perioadei de calcul.

1.Determinarea valorii reziduale la sfârşitul perioadei de previziune

Întrucât firma este cotată la bursă, modul de calcul al Vrez. poate fi următorul:

$$Vrez = PERp \times PNp$$

PER – coeficientul de capitalizare bursieră a unei acţiuni
PER = Curs bursier al 1 acţiuni / profit net pe 1 acţiune
p – ultimul an de calcul (anul 3, în cazul acestei probleme).

$PN_3 = 672000$ lei
PN / acţiune = 672000 lei / 100000 acţiuni = 6,72 lei / 1 acţiune
PER = 18 / 6,72 = 2,67
Vrez = 2,67 × 672000 = 1794240 lei

2.Stabilirea ratei de actualizare i :

Vom folosi metoda primei de risc globală
I_{fr} = rata câştig fără risc global
i = rata câştig fără risc × (1 + R)
rata câştig fără risc – rentabilitate economică medie de sector
- rata dobânzii la titlurile de stat
R = prima de risc global
Pentru un risc : - foarte mic: R = 0,25
- mic : R = 0,50
- mediu: R = 1
- ridicat: R = 1,5
- foarte ridicat R = 2

i = 10% × (1+2) = 30 %.

Scanned with OKEN Scanner

3. Determinarea valorii de randament a investiției VIF

$$VF = \sum \frac{CFn}{(1+i)^n} + \frac{Vrez.}{(1+i)^n} \Rightarrow$$

$$VF = \frac{785}{(1+0,3)^1} + \frac{944}{(1+0,3)^2} + \frac{1230}{(1+0,3)^3} + \frac{1794,24}{(1+0,3)^3} = 603,84 + 558,57 + 559,85 + 816,67 = 2538,93 \text{ mii lei.}$$

Aplicația 3

Se dau următoarele date extrase din contul de rezultate:

Contul de rezultate – elemente necesare în calcule

lei

Venituri		Cheltuieli	
1.cifra de afaceri	25000	1.achiziții de la terți	12500
2.variația producției stocate	1700	2.rate leasing	2000
3.venituri din afara exploatării	2100	3.cheltuieli cu personalul	6100
4.Reluări de provizioane	350	4.impozite, taxe și vărsăminte asimilate	1050
		5.amortizări	1800
		6.provizioane constituite	400
		7.cheltuieli financiare	250

La evaluare s-a constat că:

1. salarizarea excedentara a managerilor care sunt și acționari la firma – 720 lei;
2. plus valoarea constatata la inventarierea stocurilor – 890 lei;
3. în exercițiul de referință nu au avut loc operațiuni extraordinare;
4. imobilizări nete – 7900 lei; rata de amortizare necesară – 10%;
5. suma totală a corecțiilor cu semnul + stabilite la calculul ANCC = 1200 lei; cota impozit pe profit – 16%;
6. rata dobânzilor la împrumuturi pe termen lung este de 35%;
7. firma evaluata are un capital permanent de 50000 lei, din care 35000 capital propriu, 15000 datorii pe termen lung.

Scanned with OKEN Scanner

Se cere:
1) Profitul net contabil;
2) Profitul net reproductibil;
3) Evaluarea firmei prin metoda valorii de rentabilitate simplă.

Rezolvare:

1.Determinarea profitului net contabil:

Cifra de afaceri(CA)	= 25000
+ variația producției stocate	+ 1700
- venituri din afara expl.	- 2100
- achiziții de la terți	- 12500
- rata leasing	- 2000
= valoare adăugată Δ (VAD)	= 10100
- cheltuieli personal	- 6100
- taxe, impozite, vărsăminte etc.	- 1050
= excedent brut de exploatare (EBE)	2950
- amortizări	- 1800
- variația provizioanelor (proviz. constituite – reluări de proviz) (400 - 350)	- 50
- cheltuieli financiare	- 250
= profit contabil brut	= 850
- impozit profit (16% × 850)	- 136
= profit net contabil	= 714

2.Determinarea profitului net reproductibil (PNr)

Profitul net reproductibil este de fapt un profit net contabil corectat.

2.1 Corectarea elementelor de venituri şi cheltuieli (conform metodologiei)

a) veniturile din afara exploatării se includ în cadrul profitului net reproductibil, venituri din afara exploatării = + 2100 lei;
b) rezultatele extraordinare = 0 lei;
c) remunerarea excedentă a managerilor = +720 lei;
d) valoarea plus la stocuri = +890 lei;
e) suma totală a corecțiilor cu semnul plus ANCC = +1200 lei;
f) diferența de amortizare dacă este > 0 se include = +830 lei
imobilizări nete = 7 900 lei

Scanned with OKEN Scanner

amortizări = 1 800 lei
imobilizări brute = 9 700 lei
Rata de amortizare efectivă $\frac{1800}{9700} \times 100 = 18,6\%$
Amortizarea necesară 10% × 9700 = 970 lei
Diferența de amortizare 1800 – 970 = 830 lei.

2.2 Calculul profitului net reproductibil (PNr)

Profit contabil brut	= 850 lei
Venituri din afara exploatării	= + 2100 lei
Rezultate extraordinare	= 0 lei
Remunerație excedentară	= + 720 lei
Plus valoare	= + 890 lei
Suma corecții cu +	= + 1200 lei
Diferența de amortizare	= + 830 lei
Profit contabil brut corectat (PBCC)	= 6590 lei
Impozit pe profit 16% × PBCC	= - 1054,4 lei
PCNC = PNr	= 5535,6 lei

3. Evaluarea firmei

3.1 Determinarea costului mediu ponderat al capitalurilor

a) Stabilirea costului capitalurilor proprii (ccp)

CCP poate fi rata rentabilității financiare a firmei

$$ccp = Rf = \frac{\text{Profit net}}{\text{Capital propriu}} \times 100 \Rightarrow ccp = \frac{714}{35000} \times 100 = 2,04\%$$

b) Determinarea costului datoriilor purtătoare de dobânzi

$cdpd = d'(1-t)$

d' = rata dobânzii la împrumuturile pe termen lung

t = cota impozit pe profit

$cdpd = 35\% (1 - 0,16) = 29,4\%$

c) Determinarea costului mediu ponderat al capitalului

$$cmpc = ccp \times \frac{CP}{CPR} + cdpd \times \frac{DTL}{CP}$$

Scanned with OKEN Scanner

$$cmpc = 2{,}04 \times \frac{35000}{50000} + 29{,}4\% \times \frac{15000}{50000} = 1{,}428 + 8{,}82 = 10{,}25\%$$

3.2 Evaluarea firmei

Valoarea de rentabilitate simplă a firmei se stabileşte în felul următor:

$$VF = \frac{PNr}{k} = \frac{PNr}{cmpc} \qquad VF = \frac{5535{,}6}{0{,}1025} = 54005{,}85 \text{ lei}$$

$K = cmpc$

Aplicația 4

Se dau următoarele date:

1.Capitalul social 1966000 lei,
2.Valoarea nominală a unei acțiuni 25 lei/acțiune,
3.Profitul net realizat 435163lei,
4.Profitul mediu anual previzionat pentru perioada următoare 780000 lei,
5.Cursul bursier al unei acțiuni în momentul evaluării 37,7 lei / acțiune.

Se cere:

Valoarea de rentabilitate simplă a societății cotate la bursă.

Rezolvare:

1.Determinarea profitului net pe o acțiune:

$$PN/1\text{acțiune} = \frac{\text{PN realizat}}{\text{Nr actiuni}} \qquad \text{Nr acțiuni} = \frac{\text{Capital social}}{\text{Valoare nominala per actiune}}$$

Nr. acțiuni = 1966000 / 25 = 78640 acțiuni
PN /1 acțiune = 435163 / 78640 = 5,53 lei / 1 acț.

2.Determinarea coeficientului de capitalizare bursieră a unei acțiuni:

$$PER = \frac{\text{curs bursier al actiunii}}{\text{profit net / actiune}} \qquad PER = 37{,}7 / 5{,}53 = 6{,}82$$

Scanned with OKEN Scanner

3.Calculul valorii globale a firmei

VF = PER × profit net mediu previzionat (PNpreviz)

VF = 6,82 × 780000 = 5320000 lei

Aplicația 5

Societatea X se pregăteşte pentru intrarea la bursă. Capitalul social este împărțit în 1 500 000 de acțiuni, rata câştig fără risc 10%, prima de risc aferentă sectorului 20%, rata dobânzii la datoriile pe termen lung 25%. Previziunea evoluției EBE pentru următorii 6 ani este:

lei

Anii	Previziunea EBE
1	30 000 000
2	40 000 000
3	52 000 000
4	64 000 000
5	74 000 000
6	85 000 000

Începând cu anul al 7-lea, creşterea rezultatelor firmelor se va stabiliza la 10% pe an. Investițiile medii anuale în perioada de previziune vor egala 50% din EBE. Impozitul plătit anual este aproximat la 20% din EBE. Cota impozitului pe profit 25%.

Bilanțul firmei X este următorul:

lei

Active		**Pasiv**	
Active imobilizate	40 000000	Capital propriu	30 000000
Active circulante	20 000000	Datorii pe termen lung	20 000000
		Datorii de exploatare	10 000000
Total activ	60 000000	Total pasiv	60 000000

Se cere:

1. Valoarea firmei X prin actualizarea cash flow-ului disponibil (CFD);
2. Valoarea actualizată a capitalurilor proprii;
3. Valoarea actualizată a unei acțiuni.

Scanned with OKEN Scanner

Rezolvare:

1. Calculul cmpc:

1.1 Determinarea costului capitalului propriu:

CCP = rata câştig fără risc + prima risc

CCP = 10% + 20% = 30%

1.2 Determinarea costului datoriilor purtătoare de dobânzi (cdpd)

cdpd = d' × (1 – t)

cdpd = 25% × (1 – 0,25) = 18,75%

1.3 Determinarea cmpc:

$$cmpc = 30\% \times \frac{30000000}{50000000} + 18{,}75\% \times \frac{20000000}{50000000} = 25{,}5\%$$

2.Calculul CFD anuale degajate de firma (mil. lei):

Nr. crt.	Anii	1	2	3	4	5	6
1	EBE	30	40	52	64	74	85
2	Imp. 20% EBE	6	8	10,4	12,8	14,8	17
3	Investiţii 50% EBE	15	20	26	32	37	42,5
4	CFD (1-2-3)	9	12	15,6	19,2	22,2	25,5
5	Coeficient de actualizare	0,7968	0,6349	0,5059	0,4031	0,3212	0,2559
6	CFD actualizate (4-5)	7,1712	7,6188	7,892	7,7395	7,1306	6,5255

Coeficientul de actualizare $\frac{1}{(1+cmpc)^n}$

n = anii perioadei de previziune (1, 2, …., 6)

3. Calculul sumei CFD anuale actualizate:

$$\sum CFDactualizate = 7{,}1712 + 7{,}6188 + 7{,}892 + 7{,}7395 + 7{,}1306 + 6{,}5255 = 44{,}0766 \text{ mil. lei}$$

Scanned with OKEN Scanner

4. Determinarea valorii reziduale a firmei la sfârşitul perioadei de previziune:

$$V_{reziduala} = \frac{CFD_{n+1}}{cmpc - g} \qquad V_{reziduala} = \frac{28,05}{0,255 - 0,1} = 180,96 \text{ mil. lei}$$

CFD_{n+1} = CFD primul an după perioada de previziune (anul 7)

g = rata anuala sperata de creştere

$CFD_7 = CFD_6 \times (1+g)$

$CFD_7 = 25,5 \times (1+0,1) = 28,05$ mil. lei

5. Actualizarea valorii reziduale:

$$V_{rezidual'} = \frac{Vrez}{(1+cmpc)^n} \qquad V_{rezidual'} = \frac{180,96}{(1+0,255)^6} = 46,3168 \text{ mil. lei}$$

6.Determinarea valorii firmei prin metoda cerută:

$$VF = \sum CFDact + Vrezid.act.$$

$VF = 44,0776 + 46,3168 = 90,3934$ mil. lei

7.Determinarea valorii actualizate a capitalurilor proprii:

CPact. = VF – Datorii pe termen lung

CPact. = 90,3934 – 20 = 70,3934 mil. lei

8.Valoarea actualizată a unei acţiuni:

$$VA = \frac{\text{CPact.}}{\text{nr. actiuni}} \qquad VA = \frac{70,3944 \text{ mil.lei}}{1\,500\,000 \text{ actiuni}} = 46,9 \text{ lei/actiune}$$

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 10

METODE HIBRIDE DE EVALUARE. EVALUAREA FIRMEI PRIN GOODWILL

10.1. Semnificațiile conceptului de goodwill al firmei

Goodwill-ul sau supraprofitul exprimă considerația, stima, buna reputație de care se bucură firma din partea mediului economic. Plecând de la această definiție sumară, goodwill-ul este dat de diferența dintre rentabilitatea efectivă obținută de firmă și rentabilitatea medie din sectorul de activitate al acesteia. Valoarea pozitivă a diferenței de rentabilitate îi permite firmei să-și remunereze capitalurile cu o rată superioară față de rata obișnuită sau medie din sectorul de activitate. Rezultă că *goodwill-ul este valoarea suplimentară necorporală față de valoarea înscrisă în bilanțul firmei.*

Funcția acestui supliment de valoare este de a asigura un profit suplimentar. În acest fel, goodwill-ul este măsura valorii acelor elemente intangibile care nu pot fi evaluate cu precizie și înregistrate în bilanțul firmei și nu intră în calculul valorii patrimoniale a acesteia, cum ar fi: imaginea firmei, superioritatea produselor, reușita amplasamentului (vadul comercial), portofoliul de clienți, bonitatea și solvabilitatea în raport cu terții, poziționarea în rețelele de relații parteneriale, creativitatea și calificarea resurselor umane, competenta managerilor, performanța sistemelor de organizare și management etc.

În raport cu elementele patrimoniale înregistrate în bilanț goodwill-ul se distinge prin câteva particularități:

- Goodwill-ul este în legătură directă cu rentabilitatea firmei pe care o influențează și o amplifică prin elementele sale. În momentul în care rentabilitatea scade, goodwill-ul se poate transforma în badwill (BW), cu semnul minus, diminuând valoarea globală a firmei.

- ❖ Goodwill-ul este o valoare nematerială pe car firma o poate poseda peste cea a activelor sale bilanțiere şi care se concretizează numai daca firma funcționează. Goodwill-ul ca valoare poate fi ataşat numai unui patrimoniu economic care este în funcțiune.
- ❖ Goodwill-ul este limitat în timp, existând doar atât timp cât acționează elementele care îl gerează.
- ❖ Goodwill-ul nu poate fi transferat separat, ci numai împreuna cu firma şi numai daca noul proprietar investeşte în menținerea elementelor generatoare de goodwill.

Practic, goodwill-ul constituie partea „invizibilă" a firmei, reprezentând acele elemente care sunt în măsură ca, în condiții egale de dotare cu resurse financiare şi fizice, să dea un surplus de eficiență acelor firme care vor şti să le creeze şi să le exploateze cel mai bine. Cu alte cuvinte, goodwill-ul este expresia tuturor cauzelor care justifică atribuirea unei valori suplimentare peste valoarea patrimonială (VP) a firmei. El poate fi definit, aşadar, ca o supravaloare generată de exploatarea firmei care există peste valoarea patrimoniului acesteia.

În acest fel, valoarea economică globală a firmei (cu luarea în considerare a goodwill-ului) este dată de următoarea relație:

$$VGF = VP + GW$$

Dacă VP = ANC atunci VGF = ANC + GW. Dacă resursele totale investite în firmă, exprimate de exemplu cu ajutorul ANC, sunt valorificate prost din punct de vedere economic, activitatea va produce pierderi sau oricum rezultate mai slabe decât rentabilitatea medie din sector. În toate aceste cazuri, ANC sau VP va fi mai mare decât VGF, obținându-se un BW:

$$BW = ANC - VGF$$

În concluzie, firma nu dispune doar de valori concrete, cuantificabile cu uşurința prin măsurători directe şi înscrise în bilanț, ci şi de elemente intangibile, extrabilanțiere, care constituie sursa unei parți din valoarea sa globală, peste valoarea componentelor patrimoniale ale acesteia.

Scanned with OKEN Scanner

10.2. Evaluarea prin goodwill: modele, tehnici şi metode

Metoda directă constă în reconstituirea şi măsurarea cheltuielilor necesare pentru realizarea elementelor generatoare de goodwill. Metoda poate fi aplicată numai în cazul firmelor nou înfiinţate sau aflate în perioada de lansare, când aceste cheltuieli pot fi identificate şi cuantificate mai uşor.

Metoda capitalizării supraprofitului se bazează pe ideea de supraprofit, care apare atunci când rentabilitatea economică efectivă înregistrată la nivelul firmei evaluate este mai mare decât rentabilitatea medie din sector. Atunci când supraprofitul apare, se consideră că activul net contabil – echivalentul capitalului propriu – este remunerat cu o rată de câştig superioară ratei de câştig normale din sectorul de activitate. Supraprofitul se calculează în felul următor:

$$\text{Supraprofit} = \text{profit net} - i \times \text{ANC}$$

în care:
i = rata de rentabilitate economică medie din sector.

Pentru a obţine valoarea goodwill-ului, supraprofitul (SP) trebuie capitalizat cu o rată de rentabilitate *k*. Aşadar:

$$GW = \frac{SP}{k} = \frac{Profit\ net - i \times ANC}{k}$$

Se consideră că supraprofitul este constant pentru o perioadă nedefinită de timp, având prin urmare caracterul unei anuităţi. Rata de rentabilitate *i* este diferită ca mărime de rata de capitalizare *k* în care sunt incluse riscurile financiare şi economice specifice firmei evaluate, riscuri care evidenţiază particularităţile acesteia în raport cu condiţiile normale din sector. Astfel, dacă *i* corespunde întregului sector şi nu conţine influenţele riscurilor, *k* este o rată de capitalizare specifică numai capitalurilor proprii ale firmei evaluate şi ţine cont de rentabilitatea obiectivă a sectorului, pe de o parte, şi riscurile de exploatare şi financiare specifice firmei, pe de altă parte.

În cadrul acestei metode valoarea firmei se obţine în felul următor:

Scanned with OKEN Scanner

$$VGF = ANC + GW = ANC + \frac{Profit\ net - i \times ANC}{k}$$

Metoda rentei de goodwill. Se consideră că supraprofitul este reproductibil în cursul unei perioade limitate de timp de *n* ani . Astfel, goodwill-ul rezultă din actualizarea unei rente pe un orizont de prognoză finit de *n* ani şi corespunde diferenţei între profitul net observat la firmă şi remunerarea normală cu rata *i* a capitalurilor investite în firmă. Astfel:

$$GW = (\text{Profit net} - i \times ANC) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

Rezultă că valoarea globală a firmei se poate determina pe baza relaţiei:

$$VGF = ANC + (\text{Profit net} - i \times ANC) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

Metoda multiplicării unui rezultat economic. În această metodă good-willul se obţine prin multiplicarea unor rezultate economice cu un coeficient stabilit de evaluator pe baza unui diagnostic financiar şi care poate lua valori între 1,5 şi 5. Metoda se aplică cu succes în cazul IMM-urilor. În felul acesta:

$$VGF = ANC + K \times \text{Rezultat economic}$$

în care:
K = coeficient multiplicator

Rezultatul economic poate fi profitul net, rezultatul exploatării sau curent, cash-flow-ul, cifra de afaceri (în cazul firmelor de comerţ), CAF etc.

Metoda remunerării valorii substanţiale brute. Valoarea substanţială brută, care este o valoare patrimonială, poate înlocui

Scanned with OKEN Scanner

activul net contabil în calculele de determinare a goodwill-ului. Metoda presupune două situații standard:

a) Supraprofitul este capitalizat pe o perioadă nedefinită de timp:

$$GW = \frac{Profit\ net - i \times VSB}{k}$$

$$VGF = ANC + \frac{Profit\ net - i \times VSB}{k}$$

b) Supraprofitul este capitalizat pe o perioadă finită de *n* ani:

$$GW = (\text{Profit net} - \text{i} \times \text{VSB}) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

$$VGF = ANC + (\text{Profit net} - \text{i} \times \text{VSB}) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

Metoda remunerării capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE). Şi în cazul acestei tehnici există două situații standard:

a) Supraprofitul este capitalizat pe o perioadă nedefinită:

$$GW = \frac{Profit\ net - i \times CPNE}{k}$$

$$VGF = ANC + \frac{Profit\ net - i \times CPNE}{k}$$

b) Supraprofitul este capitalizat pe o perioadă finită de ani:

$$GW = (\text{Profit net} - \text{i} \times \text{CPNE}) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

Scanned with OKEN Scanner

$$VGF = ANC + (\text{Profit net} - i \times CPNE) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

Metoda practicienilor. Ipoteza de plecare a acestei metode constă în a considera goodwill-ul ca reprezentând jumătate din diferența dintre valoarea de rentabilitate simplă a firmei şi activul net contabil. Această ipoteză are la bază raționamentul conform căruia, în eventualitatea vânzării-cumpărării firmei, goodwill-ul este împărțit în mod egal între vânzător şi cumpărător. Astfel, rezultă că:

$$GW = \left(\frac{PN}{k} - ANC\right) / 2$$

în care:

$\frac{PN}{k}$ = *valoarea de rentabilitate simplă.*

$$VGF = ANC + GW$$

Profitul net folosit în calcule este profitul net real al firmei diminuat cu 30% .

Metoda indirectă de calcul a goodwill-ului se bazează pe determinarea prealabilă a următoarelor mărimi: activul net contabil şi valoarea de rentabilitate a firmei. Astfel, goodwill-ui este diferența dintre valoarea globală a firmei, considerată a fi o valoare de rentabilitate, şi activul net contabil:

$$GW = \text{Valoare de rentabilitate} - ANC$$

10.3. Tehnici combinate de evaluare a firmelor

Una dintre cele mai răspândite tehnici combinate este reprezentată de *metoda mediei aritmetică simple* între o valoare patrimonială (de exemplu, ANC) şi o valoare de rentabilitate (de exemplu, valoarea de rentabilitate simplă):

$$VF = (\text{Valoare patrimonială} + \text{Valoare de rentabilitate}) / 2$$

Scanned with OKEN Scanner

De exemplu:

$$VF = \frac{ANC + \frac{PN_r}{k}}{2}$$

Desigur, pot fi utilizate şi alte variante ale valorilor patrimoniale sau ale valorii de rentabilitate. Metoda se recomandă a fi aplicată pentru aplanarea diferenţelor dintre cele două tipuri de valori în funcţie de posibilităţile reale ale firmei de a produce rezultate economice în viitor. Practic, prin această metodă se împart riscurile potenţiale intre vânzător şi cumpărător. Mai exact aceasta înseamnă că vânzătorul nu v-a putea vinde decât jumătate din viitorul previzibil al firmei, exprimat prin valoarea de rentabilitate, lăsând cealaltă parte cumpărătorului. În consecinţă, se acceptă un partaj egal al profiturilor viitoare.

O altă variantă a metodei combinate este *metoda combinată ponderată.* Metoda se aplică în cazurile când valoarea globală a firmei este determinată mai mult de către una dintre valori şi într-o proporţie sensibil mai mică de către cealaltă. Astfel, formula generală de calcul al valorii firmei este următoarea:

$$VF = (K_1 \times \text{Val patrimonială} + K_2 \times \text{Val de rentabilitate}) / (K_1 + K_2)$$

De exemplu:

$$VF = \frac{K_1 \times ANC + K_2 \times \frac{PN_r}{K}}{K_1 + K_2},$$

în care:

K_1, K_2 = *coeficienţi de ponderare.*

Alegerea coeficienţilor K se face de către evaluator pe baza unui diagnostic financiar al firmei, iar valorile acestor coeficienţi se situează într-un interval de la 1 la 10. Evident, este necesar ca $K_1 + K_2 = 10$.

Scanned with OKEN Scanner

Metoda se practică, în general, fie în cazul firmelor caracterizate printr-un patrimoniu economic substanțial, dar care nu este utilizat eficient, fie în cazul firmelor cu un patrimoniu economic redus, dar cu o capacitate de generare a unor rezultate economice foarte ridicată. Prin alegerea coeficienților K poate fi avantajat fie vânzătorul, fie cumpărătorul. Astfel, dacă K specific valorii patrimoniale este mai mare decât K ales pentru valoarea de rentabilitate va fi avantajat vânzătorul, care dorește să vândă mai scump. Dacă, însă, K pentru valoarea patrimonială este mai mic decât K pentru valoarea rentabilității situația se inversează, fiind avantajat cumpărătorul.

Există şi alte procedee de ponderare, prin care este luat în considerare specificul sectorului de afaceri al firmei sau particularitățile de exploatare a acesteia. De exemplu:

a) Pentru comerțul angro şi cu amănuntul:

a.1) Firme mici: VF = (4 × Va patrimonială + Val de rentabilitate) / 5

a.2) Firme mari: VF = (3 × Val patrimonială + Val de rentabilitate) / 4

b) Pentru activități industriale:

Firme de mărime mijlocie: VF = (4×Val patrimonială + Profit net) / 5

c) Pentru firme foarte mari:

c.1) Firme din comerț / servicii: VF = (2 × Val patrimonială + Profit net + Val de rentabilitate) / 4

c.2) Firme industriale: VF = (3 × Valoare patrimonială +2 × Profit net +2 × CAF + 2 × Valoare de rentabilitate) / 9

10.4. Tehnici şi metode particulare de evaluare a firmelor

Metoda cifrei de afaceri combinată cu profitul. În această metodă valoarea unei activități este dată de cifra de afaceri corectată cu un coeficient K. Pentru stabilirea acestui coeficient se pleacă de la ipoteza că profitul obținut (P) trebuie să acopere următoarele cerințe de plată: remunerarea patrimoniului (s); remunerarea capitalului investit (d); o primă de risc stabilită ca procent din cifra de afaceri (R_v). În consecință: $P = s + d + R_v$. Această sumă trebuie să fie egală cu valoarea capitalului necesar pentru realizarea activității de exploatare, valoare pe care un potențial cumpărător al firmei trebuie să o remunereze cu o rată de rentabilitate exprimată prin următoarea

Scanned with OKEN Scanner

relație: $\frac{CA \times K \times i}{100\%}$, în care i = rata medie a dobânzii de pe piața financiar-bancară pentru împrumuturile mai mari de un an. Având în vedere acestea, rezultă că:

$$P = s + \frac{CA \times K \times i}{100\%} + R_v ,$$

în care:

$$d = \frac{CA \times K \times i}{100\%}.$$

În consecință, valoarea firmei se stabileşte în felul următor:

$$VF = K \times CA$$

Trebuie precizat ca R_v se exprimă nu procentual, ci valoric. Astfel:

$$R_v = CA \times R$$

în care:
R = prima de risc global.

Metoda se foloseşte la evaluarea firmelor e comerț şi servicii.

Metoda Retail. Metoda se foloseşte numai pentru evaluarea firmelor de comerț angro şi cu amănuntul sau pentru firmele industriale mici. Valoarea firmei se stabileşte pe baza următoarei relații:

$$VF = ANC + \frac{PN}{2} \times \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

în care:
PN = profitul net mediu al ultimilor 3 ani + salariul mediu al patronului pe aceiaşi perioadă;
n = durata probabilă de funcționare în viitor a afacerii cuprinsă între 3 -10 ani;
i = rata medie a dobânzii de pe piața financiar bancară pentru împrumuturile mai mici de 1 an.

Scanned with OKEN Scanner

10.5. Selectarea metodei de evaluare a firmei

Unitatea metodologică a procedeelor şi tehnicilor de evaluare a firmei. În realitate, toate metodele de estimare a valorii unei firme au următoarea formă matematică generală :

$$VF = a \times VP + b \times VR + c \times CA$$

în care :
a, b şi c = coeficienţi de ponderare a diferitor variabile, a + b + c = 1.

Relaţia de mai sus sugerează că toate relaţiile de calcul al valorii unei firme se deosebesc între ele doar prin ponderea atribuită celor trei variabile: VP, VR şi CA. Încercările de a găsi o metodă universală de evaluare au determinat invariabil la aceleaşi concluzii:

- Fiecare firmă evaluată reprezintă un caz unic cu particularităţi, puncte tari şi puncte slabe specifice.
- Scopul şi contextul evaluării, mobilurile şi intenţiile părţilor interesate de evaluare, raporturile de forţe în negocierile privind preţul firmei vor condiţiona o logică specifică şi reguli particulare de urmat în demersul de evaluare.
- Coeficienţii de ponderare folosiţi în cadrul diferitor procedee de evaluare dimensionează riscurile şi incertitudinile asociate viitorului economic şi financiar al firmei evaluate.

În legătură cu ultima concluzie, trebuie subliniat că fiecare metodă de evaluare oferă rezultate relevante numai în anumite condiţii. Multitudinea de valori ale firmei este expresia multitudinii de abordări ale riscurilor şi incertitudinii asociate activităţii firmei. Tot aşa cum nu există un model unic sau universal pentru determinarea valorii firmei, nu există nici proceduri şi reguli obligatorii pentru alegerea metodelor de evaluare, ci numai recomandări şi uzanţe create de practica evaluării.

Recomandări pentru alegerea metodelor de evaluare. Practica evaluării a sintetizat un ansamblu de norme având un caracter exclusiv orientativ privind criteriile de selectare a celei mai potrivite metode de evaluare. În general, alegerea procedeului de evaluare este influenţată de factori cum sunt:

- Conjunctura economică generală.

Scanned with OKEN Scanner

- Natura politicilor economice promovate de guvern.
- Particularitățile procesului de exploatare a firmei.
- Mărimea firmei.
- Forma juridică de organizare a afacerii.
- Situația financiară a firmei.
- Fiabilitatea şi accesibilitatea informațiilor financiar-economice despre firmă.
- Experiența şi cunoştințele evaluatorilor.

În continuare sunt prezentate câteva cazuri tipice în care sunt preferate anumite metode de evaluare:

1) *Preferința pentru valoarea de rentabilitate:* în economii bine structurate şi bine funcționalizate cu piețe financiare şi de capital viguroase, în cazul unor firme mari diversificate de tip holding sau societate de portofoliu, dacă obiectivele celui care comandă studiul de evaluare se referă la continuarea şi dezvoltarea activității firmei, dacă firma evaluată parcurge o perioadă de creştere accentuată şi durabilă, dacă firma este cotată la bursă, în cazul vânzării unor participațiuni minoritare în firmă, în cazul firmelor în care cele mai multe active economice sunt de tip necorporal, atunci când evaluarea este făcută de un bancher sau un investitor profesional etc.
2) *Preferință pentru valoarea patrimonială:* în economii aflate în recesiune sau slab structurate şi cu piețe financiar nedezvoltate, dacă cel care comandă studiul de evaluare este interesat de valorificarea activelor firmei prin vânzarea lor şi nu de continuarea exploatării, în sectoarele economice cu active imobilizate importante, în cazul firmelor în dificultate dacă se pune problema lichidării lor, dacă firma lichidată a acumulat valori importante (sub formă de terenuri, construcții, disponibil şi valori mobiliare de plasament), în caz de naționalizare sau expropriere, dacă evaluarea este realizată de o societate de asigurări sau de o autoritate fiscală.
3) *Preferința egală pentru valoarea patrimonială sau valoarea de rentabilitate:* în economii cu anumite probleme structurale, în conjuncturi economice medii, în cazul unor fuziuni, absorbții sau divizări etc.

Scanned with OKEN Scanner

10.6. Aplicații rezolvate

Aplicația 1

Folosind valorile activului net contabil şi a capitalurilor permanente necesare exploatării din aplicația 1, capitolul 8, evaluați firma prin metoda remunerării capitalurilor permanente necesare exploatării ştiind că:

1) Rata medie de rentabilitate economică din sector i = 20%;
2) Rata câştigului fără risc este de 15%;
   Prima de risc aferentă firmei evaluate este de 25%;
3) Durata de perpetuare a goodwill-ului este de 4 ani;
4) Profitul net total realizat de firma evaluata este de 6580 lei.

Rezolvare:

1. Determinarea ratei de actualizare care include şi prima de risc (k)

k= rata câştig fără risc + prima de risc

k = 15% + 25% = 40%

2. Determinarea goodwill-ului firmei (GW)

GW reprezintă acea parte a valorii unei afaceri care se constituie peste valoarea patrimonială a acesteia (activul net contabil, ANCC, VSB, CPNE etc.).

De regulă, GW = Valoare globală – Valoare patrimonială.

$$GW = (\text{profit net} - i \times CPNE) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

n = nr. de ani de perpetuare a goodwill-ului

$$GW = (6580 - 0{,}2 \times 11256{,}35) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+0{,}4)^4}}{0{,}4} = 8008{,}15$$

3. Determinarea valorii firmei (valoarea globală)

VG = ANC + GW; VG = 11310 + 8008,15 = 19318,15 lei

Scanned with OKEN Scanner

Aplicația 2

Se dau următoarele elemente de calcul:

- activ contabil total 10 mld lei;
- datorii contabile totale 6 mld lei;
- profit net realizat 780 000 000 lei;
- rata medie a rentabilității din sector (i) 10%;
- rata de actualizare care include și prima de risc (k) 20%;
- durata de reproducere a goodwill-ului este nedefinită.

Se cere :

Evaluarea firmei prin metoda capitalizării supraprofitului.

Rezolvare:

1. Determinarea activului net contabil:

ANC = active contabil total – datorii contabile totale

ANC = 10 mld – 6 mld = 4 mld lei

2. Determinarea supraprofitului înregistrat de firmă:

SP = profit net – i × ANC

SP = 780 000 000 – 10% × 4 mld = 0,38 mld = 380 000 000 lei

3. Determinarea good will-ului firmei

Întrucât perioada de reproducere a good will-ului se consideră a fi nedefinită, acesta se va calcula în felul următor :

$$GW = \frac{SP}{k} \Rightarrow GW = \frac{0,38}{0,2} = 1,9 \text{ mld lei}$$

4. Calculul valorii globale a firmei :

VGF = ANC + GW; VGF = 4 + 1,9 = 5,9 mld lei

Aplicația 3:

Se dau următoarele elemente: ANC 4,5 mld lei, datorii totale contabile 2,5 mld lei, profit net realizat 810 mil lei, i = 10%, k = 20% și durata de perpetuare a GW-ului este de 3 ani.

Scanned with OKEN Scanner

Se cere:

Evaluarea firmei prin metoda remunerării valorii substanțiale brute (VSB).

Rezolvare:

1. Calculul VSB a firmei :

Într-o variantă simplificată VSB ≈ Activ contabil total

VSB = ANC + datorii contabile totale

VSB = 4,5 + 2,5 = 7 mld lei

2. Determinarea GW firmei :

$$GW = (\text{profit net} - i \times VSB) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{k}$$

$$GW = (0{,}81 - 10\% \times 7) \times \frac{1 - \frac{1}{(1+0{,}2)^3}}{0{,}2} = 0{,}232 \text{ mld lei}$$

3. Calculul valorii globale a firmei :

VG = ANC + GW; VG = 4,5 + 0,232 = 4,732 mld lei.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 11

EVALUAREA FIRMELOR ÎN DIFICULTATE

11.1. Semnificația și simptomatica dificultăților financiare ale firmei

Firma în dificultate poate fi abordată din două unghiuri:

1. *Din punct de vedere juridic,* o firmă în dificultate este aceea care se află în stare de încetare a plăților și este angajată într-o procedură de redresare judiciară, hotărâtă de instanța judecătorească.
2. *Din punct de vedere financiar*, dificultățile unei firme sunt mult mai nuanțate și reprezintă riscuri efective generate de slăbiciunile funcțiilor de exploatare și financiară ale firmei. Aceste riscuri pot conduce la dificultăți temporare de trezorerie, care de cele mai multe ori se remediază, sau la dificultăți structurale profunde care generează falimentul și începerea acțiunii de redresare.

În acest fel, dificultatea financiară poate fi definită ca acea condiție a firmei pentru care riscul de neplată este ridicat, dacă intervin anumite evenimente. Principalele caracteristici ale dificultății financiare a firmei sunt:

- ✓ Fond de rulment negativ sau în continuă scădere pe parcursul a două sau mai multe exerciții succesive.
- ✓ Situație netă negativă (SN = Activ total contabil – Datorii totale contabile).
- ✓ Volumul datoriilor pe termen scurt utilizate pentru refinanțarea unor împrumuturi pe termen lung și pentru finanțarea unor investiții este important.
- ✓ Imposibilitatea achitării datoriilor la scadențe normale.
- ✓ Imposibilitatea de a obține împrumuturi pentru finanțarea activității curente a firmei, datorată bonității scăzute.

- ✓ Întârzieri la plata datoriilor salariale şi fiscale.
- ✓ Apariţia unor evenimente grave care periclitează continuarea exploatării.

În acest mod, dificultatea firmei este dată de riscurile economice, care au incidenţe majore asupra rezultatelor şi solvabilităţii, precum şi de riscurile financiare care sunt generate de gradul ridicat de îndatorare a firmei.

Dificultăţile firmei pot fi provocate atât de erorile de management, cât şi de factorii de mediu economici. Cele mai frecvente dificultăţi şi cauzele ce le generează sunt următoarele:

- ➢ *Reducerea activităţii* datorită restrângerii cererii, pierderii unor clienţi importanţi, intensificării concurenţei, slabei competitivităţi a produselor, tehnologiilor neperformante, necompetitivităţii unor furnizori sau partenerilor cărora li s-a cedat prelucrarea unor produse ale firmei sau realizarea unor componente şi servicii.
- ➢ *Reducerea performanţelor financiare şi rentabilităţii datorită* alegerii unor strategii necorespunzătoare, rigidităţii preşurilor de vânzare, structurii necompetitive a costurilor, utilajelor uzate moral şi fizic, cheltuieli financiare mari, creşterii preţurilor la materiile prime şi materiale.
- ➢ *Probleme specifice de trezorerie (deficit de lichidităţi)* cauzate de falimentul sau dificultăţile resimţite de clienţii importanţi, suspendarea creditelor pe termen scurt datorită condiţiilor de pe piaţa monetară, stocuri supradimensionate, subcapitalizarea în cazul unei creşteri prea rapide, prelungirea impusă a creditului comercial acordat clienţilor, reducerea impusă a creditelor comerciale primite de la furnizori.
- ➢ *Probleme de management* explicate prin incompetenţa managerilor, controlul precar al costurilor, lipsa de coeziune în cadrul echipei manageriale, aplicarea unor metode şi tehnici neadecvate de management, rigiditatea organizaţională la schimbare.
- ➢ *Factori accidentali* cum ar fi calamităţile sau problemele sociale interne.

Firme neredresabile şi firme redresabile. Diferenţa dintre firmele neredresabile şi cele redresabile poate fi observată din următoarele aspecte care le caracterizează:

Scanned with OKEN Scanner

- O firmă neredresabilă își încetează activitatea, fiind supusă procedurii falimentului fie prin reorganizare, fie prin lichidare financiară.
- O firmă redresabilă își continuă activitatea inițială sau demarează o nouă activitate în așa numita perioadă de redresare, care se poate prelungi câțiva ani, pe parcursul căreia firma va lucra sub capacitate, dar totuși cu rezultate pozitive. În unele cazuri, când redresarea nu reușește, firma își încetează activitatea intrând în faliment.

Firma neredresabilă este evaluată, de regulă, la o valoare de lichidare. În cazul firmei redresabile, se stabilește o valoare maximă, care ține cont de cheltuielile necesare pentru investițiile de redresare. Mai exact, această valoare maximă se calculează ca diferență între valoarea de rentabilitate a firmei, determinată în ipoteza absenței problemelor financiare („ca și cum firma ar fi sănătoasă din punct de vedere financiar"), și investițiile totale necesare redresării.

11.2. Condiții și implicații financiare ale restructurării firmei

Implicațiile financiare ale restructurării pot fi înțelese corect numai dacă restructurarea însăși este abordată într-un context mai nuanțat și anume dintr-o perspectivă sistemică. În felul acesta, devine clar că obiectivul major al restructurării și al managementului financiar în general – maximizarea valorii întreprinderii – nu poate fi atins doar prin manipulări de indicatori financiari, ci presupune o laborioasă și atentă gestiune a tuturor dimensiunilor organizaționale ale întreprinderii. Incontestabil, această gestiune multireferențială trebuie înfăptuită respectându-se principalele condiții de viabilitate financiară la nivel de întreprindere: asigurarea rentabilității și, simultan, asigurarea echilibrului financiar, respectiv corelarea ca volum și structură a nevoilor cu resursele financiare disponibile. De regulă, întreprinderile care au nevoie de restructurare sunt acelea care suferă de numeroase probleme financiare – rentabilitate redusă sau negativă, deficite de trezorerie cronice, autofinanțare insuficientă, lichiditate și solvabilitate scăzută, riscuri de exploatare și financiare semnificative. Din acest motiv, evaluarea reușitei proiectului de redresare și restructurare trebuie făcută extrem de atent pe baza unor

Scanned with OKEN Scanner

criterii de fezabilitate specifice, diferite de cele aplicate în cazul întreprinderilor „sănătoase" din punct de vedere financiar. Oricum, managementul unui proiect de restructurare trebuie să vizeze cu prioritate creşterea valorii strategice a întreprinderii, rezultată din estimarea cash-flow-urilor obtenabile într-o perioadă durabilă ca urmare a acumulării neîncetate de avantaje concurenţiale.

Dintr-o perspectivă financiară, *cel mai sugestiv indice al reuşitei unei strategii de restructurare îl reprezintă creşterea valorii întreprinderii.* Monitorizarea şi analiza unor variabile ca valoarea patrimonială, goodwill-ul, valoarea globală a întreprinderii etc. şi a elementelor asociate lor poate constitui, credem noi, o modalitate fiabilă de a determina cât de bine avansează un proiect de restructurare, care sunt eventualele dificultăţi şi ce trebuie şi poate fi făcut pentru a le depăşi. *Vocaţia întreprinderii este să creeze neîncetat valoare economică, care să se adauge la valoarea sa iniţială, sporind-o.* De aceea, expresia financiară sintetică a eficienţei restructurării trebuie considerată maximizarea valorii întreprinderii, aceasta fiind şi ideea fundamentală a conceptului de restructurare pe bază de valoare.

Obiectivul cel mai general al unui efort de restructurare este creşterea eficienţei întreprinderii. Elemente particulare ale eficienţei economice, cum ar fi nivelul costurilor şi al productivităţii factorilor, profitul şi rentabilitatea, performanţa tehnologică, competitivitatea comercială a produselor etc. se manifestă convergent, determinând creşterea valorii întreprinderii. În virtutea acestui fapt, principiul fundamental al restructurării pe bază de valoare poate fi enunţat în felul următor: *maximizarea valorii întreprinderii poate fi realizat numai printr-o strategie de creştere susţinută de avantaje concurenţiale solide.* Strategiile defensive sau de repliere, axate preponderent pe un control strict al operaţiunilor curente, pot, în cel mai bun caz, doar să tempereze ritmul pierderii de către întreprindere a substanţei sale economice şi, deci, a valorii sale. Aceste strategii pot fi urmate numai o perioadă limitată de timp şi numai în scopul mobilizării resurselor întreprinderii în vederea lansării unei strategii active de restructurare.

O strategie de creştere are ca temelie financiară următoarea condiţie generală: compatibilizarea fluxurilor financiare (atât la intrare, cât şi la ieşire) şi a configuraţiei sistemului de exploatare a întreprinderii cu restricţiile obiective ale creşterii formulate de către

Scanned with OKEN Scanner

mediul economic al întreprinderii. Dacă strategiile defensive sunt centrate, de regulă, pe îmbunătățirea performanței întreprinderii mai ales pe seama raționalizării costurilor, redimensionării activelor economice la nivelul productivității și a micilor ameliorări ale ofertei, strategiile active, de creștere au în schimb o perspectivă mult mai largă, vizând cu prioritate reorganizarea radicală a structurii de exploatare și a relațiilor întreprinderii cu mediul său. Strategia de creștere urmărește sporirea profitului (P) prin obținerea unor venituri (V) mai mari decât cheltuielile angajate (CH) și în același timp, amplificarea fluxului de lichidități ale perioadei cash-flow-ului (CF) prin asigurarea unui raport supraunitar „lichiditate (L)/exigibilitate (E)". Matematic, condițiile financiare ale creșterii întreprinderii pot fi exprimate în felul următor:

1) $P > 0$ sau $V > CH$;
2) $CF > 0$ sau $(L/E) > 1$.

Relațiile de mai sus, de altfel déjà cunoscute, exprimă, practic, cele *două condiții de viabilitate financiară a întreprinderii:*

- asigurarea rentabilității activității (condiția necesară);
- realizarea echilibrului financiar (condiția suficientă).

Oricum, conceptul de viabilitate financiară merită a fi detaliat întrucât unul dintre obiectivele implicite ale restructurării este și creșterea viabilității financiare a întreprinderii. Astfel, *o întreprindere poate fi considerată viabilă sub aspect financiar numai dacă, ca o consecință a modului de configurare a structurilor și fluxurilor sale financiare, activitatea ei degajă în mod permanent trezorerie sau cash-flow pozitiv.* Evoluția crescătoare a trezoreriei reprezintă principala garanție a flexibilității financiare a întreprinderii, iată de ce asigurarea echilibrului fluxurilor de încasări și plăți este o condiție obligatorie a stabilității întreprinderii. Chiar dacă profitul net contabil este un rezultat economic global, calculat în funcție de totalitatea cheltuielilor și veniturilor, el nu caracterizează totuși potențialul întreprinderii de a genera lichidități întrucât include atât veniturile și cheltuielile monetare ale perioadei, cât și pe cele calculate, nemonetare. Cash-flow-ul - fluxul monetar net - deși reprezintă doar un rezultat parțial, implicând numai elementele monetare ale veniturilor și cheltuielilor și ignorându-le pe cele calculate, oferă o imagine mai plauzibilă asupra valorii economice suplimentare creată de întreprindere și încasată efectiv. Procesul de creare a valorii economice

Scanned with OKEN Scanner

adăugate şi procesul de transformare a acestui surplus economic în unul monetar, deşi au întotdeauna acelaşi sens, nu se identifică decât foarte rar. Între rezultatele acestor procese întotdeauna vor exista diferenţe. Aceasta se întâmplă pentru că surplusul economic este un rezultat definitiv calculat contabil, iar surplusul monetar este un stoc de monedă real, format ca urmare a arbitrajelor dintre ieşirile de monedă (fluxurile de plăţi efective) şi intrările de monedă (fluxurile de încasări efective). Aşadar, *surplusul economic se transformă în lichidităţi numai în anumite condiţii.* Mecanismul acestor transformări este explicabil cu ajutorul relaţiilor existente între excedentul brut de exploatare, excedentul de trezorerie al exploatării, profitul net, capacitatea de autofinanţare şi cash-flow-ul întreprinderii. *Nu este suficient ca activitatea întreprinderii să genereze un excedent economic, adică să fie rentabilă, mai este nevoie ca o anumită parte (considerabilă) a acestui excedent să îmbrace o formă lichidă.* Am văzut că o întreprindere viabilă respectă simultan două condiţii suplimentare:

1. *condiţia necesară* - să creeze bogăţie (valoare economică suplimentară), respectiv să aibă o activitate rentabilă, deci EBE şi CAF pozitive;
2. *condiţia suficientă* - o bună parte din această bogăţie nou creată să se regăsească sub formă de lichidităţi, respectiv o variaţie pozitivă a trezoreriei nete, astfel încât echilibrul financiar să fie asigurat.

Rentabilitatea singură nu este de ajuns pentru a susţine structuri financiare viabile şi solide la nivel de întreprindere. În schimb, orice întreprindere care degajă din exploatare un flux monetar pozitiv - cash-flow-ul exerciţiului ca expresie a variaţiei trezoreriei nete - este viabilă. Aceasta pentru că orice întreprindere cu structuri financiare echilibrate este în acelaşi timp rentabilă. *În cazul întreprinderilor viabile financiar rentabilitatea şi echilibrul financiar se regăsesc simultan şi se potenţează reciproc.*

De multe ori fiind vorba de întreprinderi în dificultate, cu o rentabilitate scăzută sau producătoare de pierderi, este importantă imprimarea unor tendinţe generice de evoluţie, tendinţe sintetizabile cu ajutorul următoarelor reguli:

- Indicele de creştere a veniturilor să fie superior indicelui de creştere a cheltuielilor.

Scanned with OKEN Scanner

- Structurile financiar-patrimoniale, reflectate în bilanț, să aibă o configurație care să permită: *în partea de sus a bilanțului*, acoperirea nevoilor financiare stabile prin resurse financiare stabile și degajarea unui fond de rulment (FR) pozitiv, iar *în partea de jos a bilanțului*, echilibrarea elementelor ciclice și degajarea unei trezorerii nete (TN) pozitive. În dinamică. aceste condiții dobândesc semnificația unor indici de creștere ai fondului de rulment și trezoreriei nete cu valori supra-unitare.

Relațiile prezentate reflectă condițiile financiare ale restructurării întreprinderii printr-o strategie activă de creștere. Traducerea acestor condiții în termenii economiei reale, adică a activității de exploatare, este absolut necesară întrucât tocmai asanarea sistemului de exploatare este crucială pentru asigurarea competitivității întreprinderii, reprezentând în același timp esența restructurării.

11.3. Supravegherea și diagnosticul procesului de redresarea firmei în dificultate

Redresarea economică a întreprinderii este un proces de natură strategică, durabil, care trebuie monitorizat cu atenție. Calculul și analiza unor indicatori de eficiență asociați modului în care întreprinderea creează valoare poate facilita realizarea acestor sarcini. Selectarea câtorva indicatori intercorelați, urmărirea și analiza lor sistematică poate oferi un veritabil „tablou de bord" al dinamicii restructurării întreprinderii.

Aici se impun câteva precizări. Conceptele și metodele tradiționale de analiză financiară îndreaptă atenția și eforturile analitice în special către posibilitățile de influențare directă a valorii indicatorilor de eficiență. Această influențare are loc mai ales prin manipularea elementelor din componența formulei matematice de calcul al indicatorilor respectivi. De exemplu, dacă un indicator are forma unei rate de tipul „rezultat/efort economic" și trebuie maximizat, se va acționa în sensul creșterii relative a numărătorului și/sau asupra reducerii relative a numitorului. În numeroase situații, un atare demers nu produce efecte benefice decât limitat și numai pe termen scurt, deoarece, axându-se pe analiza formală a unor agregate informaționale convenționale, exclude din câmpul de atenție a

Scanned with OKEN Scanner

analistului şi decidentului factorii reali care determină eficienţa. Indicatorii de eficienţă nu trebuie consideraţi scopuri în sine, ci doar mijloace de cunoaştere a evoluţiei întreprinderii.

Adevăratul obiectiv al întreprinderii şi al managementului constă în crearea de valoare economică adăugată, iar utilizarea instrumentelor de analiză şi gestiune trebuie subordonată acestui obiectiv. Folosirea indicatorilor de eficienţă trebuie să faciliteze identificarea surselor şi structurii valorii economice create, precum şi stabilirea contribuţiei fiecărui factor pentru a putea distribui într-o manieră adecvată valoarea creată. Ultimul aspect este foarte important întrucât *obiectivul major al managementului întreprinderii constă în sporirea valorii investiţiei de capital iniţiale efectuate de acţionarii întreprinderii.* Din această perspectivă, *indicatorilor de eficienţă le revine o funcţie dublă:*

- ✓ facilitarea controlului şi gestiunii activităţii curente;
- ✓ monitorizarea modului în care întreprinderea generează un surplus de valoare economică pe termen lung.

Prima funcţie a indicatorilor de eficienţă - asigurarea controlului operaţional, pe termen scurt - se întâmplă ca de foarte multe ori să prevaleze asupra funcţiei de monitorizare a modului de creare a valorii pe termen lung. *Indicatorii orientaţi spre controlul curent emană dintr-o optică prudenţială, exprimând aversiune faţă de riscuri, în timp ce obţinerea de valoare economică suplimentară implică deseori asumarea unor riscuri.* O atitudine defensivă a managementului financiar poate duce la impunerea unui control de gestiune cât se poate de sever şi rigid, centrat pe reducerea costurilor şi respectarea unor proceduri fixe, care să descurajeze în consecinţă asumarea unor riscuri aferente investiţiilor de dezvoltare. Mai curând sau mai târziu, o asemenea orientare ajunge să producă efecte inverse celor scontate - în loc să protejeze valoarea investiţiilor iniţiale, ea o erodează. Asigurarea unui echilibru judicios între controlul managerial curent şi crearea de valoare economică reprezintă, din acest motiv, un aspect esenţial şi critic în acelaşi timp. În această ordine de idei, *găsirea unor indicatori de eficienţă pertinenţi, care să concilieze cele două funcţii, este o problemă fundamentală.*

Dacă privim eficienţa strict din perspectiva acţionarilor întreprinderii, utilitatea lor economică dobândeşte două forme mai importante: încasarea dividendelor în numerar şi creşterea elementelor

Scanned with OKEN Scanner

de capital propriu. Ambele tipuri de câştiguri economice sunt realizate mai ales în contul profitului net obținut de întreprindere pe parcursul unui exercițiu financiar. Indicatorul „Profit net per acțiune (parte socială)" reprezintă, în acest caz, măsura valorii economice create.

Deşi se calculează foarte uşor, indicatorul „Profit net per acțiune" suferă de anumite dezavantaje care îi diminuează relevanța informațională:

- În primul rând, valoarea acestui indicator poate fi denaturată prin diverse manipulări contabile astfel încât să fie semnalizată în permanență o situație financiară confortabilă a întreprinderii, dar fără vreun suport economic real.
- În al doilea rând, acest indicator este afectat de modul de formare a sarcinii fiscale şi de structura financiară a întreprinderii, mai exact de mărimea fondurilor împrumutate atrase pentru finanțarea activității.

Dacă abordăm eficiența din perspectiva întregii întreprinderi şi nu doar a acționarilor ei, s-ar părea că un indicator relevant ar fi rentabilitatea financiară (profit net/capitaluri proprii). Exprimând randamentul financiar al capitalurilor proprii ale întreprinderii, rentabilitatea financiară totuşi nu ține cont de volumul investițiilor totale în active imobilizate şi nevoia de fond de rulment necesare pentru realizarea profitului net, investiții care au fost finanțate şi din alte surse decât fondurile proprii. Alte aspecte care îi accentuează caracterul deficitar ca măsură a eficienței sunt următoarele:

- mărimea profitului net este puternic influențată de caracterul deductibil al unor categorii de cheltuieli, precum şi de regimul amortismentelor şi provizioanelor;
- rentabilitatea financiară oferă o imagine statică a profitabilității generată de investițiile anterioare, care nu este neapărat corelată cu nevoile viitoare de investiții;
- conform principiului contabil al independenței exercițiului financiar, mărimea profitului net poate fi deformată de neconcordanța cronologică dintre investițiile efectuate şi fluxurile de rezultate pe care acestea le degajă. Într-un proiect investițional, cea mai mare parte a efortului financiar de regulă precede în timp creşterea rezultatelor economice.

Scanned with OKEN Scanner

Se poate, aşadar, trage concluzia că *rentabilitatea financiară ca indicator de eficienţă nu stimulează iniţiativele dezvoltative care presupun investiţii.* Noile investiţii duc la creşterea numitorului acestei rate - capitalurile -, iar acest lucru, coroborat cu faptul că maturizarea financiară a investiţiei este decalată faţă de momentul realizării ei, determină o scădere, cei drept temporară, a ratei de rentabilitate financiară. Din acest motiv, *în întreprinderile orientate puternic spre indicatorii de rentabilitate se va prefera amânarea sau evitarea investiţiilor datorită efectelor negative pe termen scurt pe care le exercită asupra rentabilităţii.* Managementul va fi preocupat de maximizarea profitului net şi a rentabilităţii financiare prin mijloace mai puţin riscante şi mai rapide. În aceste cazuri, valoarea indicatorului rentabilitate financiară nu reflectă eficienţa reală a afacerii şi nici nu are un caracter durabil.

Utilizând rentabilitatea financiară ca indicator de eficienţă, managementul nu va fi încurajat să promoveze o politică de creştere susţinută, deoarece este mai tentant, mai rapid şi mai puţin riscant să fie „împinse" în sus marjele de venituri prin diverse raţionalizări ale cheltuielilor sau prin renunţarea la segmente de piaţă deocamdată mai puţin profitabile, decât să se investească în consolidarea pe termen lung a competitivităţii întreprinderii. De aceea, opinia că ratele de rentabilitate nu stimulează producerea de valoare economică nu mai pare paradoxală.

Managementul financiar al restructurării întreprinderii trebuie să tindă să concilieze cele două criterii de viabilitate: menţinerea valorii investiţiei iniţiale, pe termen scurt, şi crearea de valoare suplimentară, pe termen lung. Atingerea primului obiectiv este înlesnită, de regulă, printr-o gestiune şi un control riguros al costurilor în vederea minimizării lor. Al doilea obiectiv este realizabil, însă, doar prin creşterea veniturilor întreprinderii. Desigur, nu trebuie neglijate nici posibilităţile de creştere a rentabilităţii prin reducerea costurilor. Dacă însă minimizarea cheltuielilor se transformă într-un scop în sine, se va produce o recentrare a atenţiei managementului pe problemele interne, în detrimentul acţiunilor de fructificare a oportunităţilor şi de evitare a riscurilor ce provin din mediul întreprinderii.

Indicatorii de eficienţă în măsură să încurajeze crearea de valoare economică trebuie să întrunească următoarele caracteristici:

Scanned with OKEN Scanner

- să fie construiți numai din elemente controlabile de către managementul întreprinderii;
- să fie orientați spre viitor;
- să reflecte nevoia de lărgire a fluxurilor de lichidități ca sursă esențială de fonduri;
- să ia în considerare faptul că investițiile actuale preced creşterea în viitor a rezultatelor economice;
- să realizeze un echilibru între necesitatea asigurării stabilității financiare, pe termen scurt (solvabilitatea şi lichiditatea) şi imperativul dezvoltării afacerilor şi întăririi potențialului de competitivitate a întreprinderii, pe termen lung.

Unul dintre indicatorii de eficiență care îndeplineşte aceste condiții este fluxul de lichidități al perioadei sau cash-flow-ul. *Valoarea economică a afacerii sau valoarea întreprinderii poate fi estimată ca valoare actualizată a fluxurilor de lichidități realizabile în viitor.* Valoarea actualizată a investițiilor realizate de proprietarii întreprinderii sau valoarea actualizată a capitalurilor proprii reprezintă diferența dintre valoarea economică şi valoarea actualizată a datoriilor contractate de întreprindere. *Dacă misiunea de bază a managementului constă în sporirea averii proprietarilor întreprinderii, acest lucru poate fi realizat numai prin maximizarea fluxurilor de lichidități pe termen lung.* A urmări cash-flow-ul pe termen lung are semnificația creării de valoare pentru acționari. Fondurile necesare pentru distribuirea dividendelor, finanțarea investițiilor, susținerea sarcinii fiscale şi a cheltuielilor financiare etc. îşi au originea în aceste fluxuri de lichidități.

Instrumentele tradiționale de planificare financiară şi reporting nu dispun de mijloacele necesare pentru a încuraja generarea de valoare economică adăugată, reprezentând, în fond, simple modalități de standardizare a deciziilor financiare şi de control al implementării acestor decizii. Pentru a realiza o cât mai strânsă corelație între crearea de valoare economică şi controlul curent al afacerii este necesar ca procesele de reflecție strategică, de planificare a investițiilor şi finanțărilor să fie proiectate astfel încât să respecte următoarele reguli:

- ❖ Toate informațiile financiare vehiculate să se refere la dimensiunile esențiale ale activității întreprinderii: rentabilitatea (aşa cum este abordat tradițional acest concept);

Scanned with OKEN Scanner

dinamica veniturilor (în special a cifrei de afaceri) şi a marjelor brută şi netă de acumulare; investiţiile în activele imobilizate şi circulante; fluxurile de lichidităţi care reprezintă elementul de legătură între primele trei variabile.

- ❖ Indicatorii financiari trebuie corelaţi astfel încât să formeze un sistem coerent, articulat, capabil să faciliteze atât realizarea controlului curent, cât şi măsurarea valorii create.
- ❖ Planurile de investiţii trebuie să reflecte cash-flow-ul sperat pe termen lung generat de investiţiile efectuate în prezent, precizând situaţia finală la care vor conduce investiţiile de creştere, ceea ce presupune trasarea unei distincţii între investiţiile de menţinere şi cele de creştere.

11.4. Orientări privind strategiile de redresare a firmelor în dificultate

Se ştie că cea mai mare nevoie de programe de restructurare o au întreprinderile în dificultate. O întreprindere în dificultate este aceea care are puternic afectată capacitatea de plată, fiind caracterizată prin lipsa totală sau parţială a mijloacelor necesare pentru onorarea obligaţiilor faţă de terţi. Privită din această perspectivă, *dificultatea financiară apare ca o problemă ce ţine, în esenţă, de modul de asigurare a echilibrului financiar, având ca principal simptom o trezorerie netă negativă.* Manifestările specifice ale dificultăţii financiare sunt numeroase, dar toate reflectă aceeaşi realitate: existenţa unei structuri financiar-patrimoniale inadecvate, neraţionale, incapabile să susţină dezvoltarea întreprinderii.

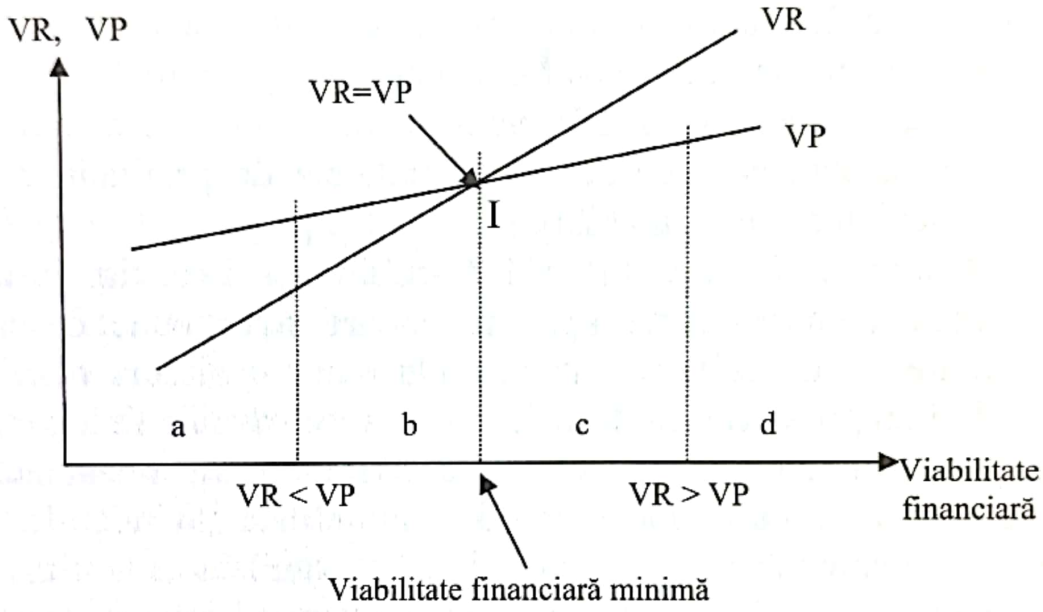
În fond, întreprinderea poate fi privită ca o „maşină de produs lichidităţi". Valoarea întreprinderii va fi determinată de randamentul acestei „maşini". În alţi termeni, *valoarea este dată de intensitatea şi importanţa fluxurilor monetare pozitive pe care le generează prin exploatare structura financiar-patrimonială a întreprinderii.* De regulă, o întreprindere are acces la următoarele două surse de fluxuri de lichidităţi:

- exploatarea economică raţională a patrimoniului;
- valorificarea pe piaţă a activelor prin vânzarea lor.

Fiecare din aceste surse poate fi utilizată avantajos numai în anumite condiţii financiare caracteristice întreprinderii. Astfel, valori-

Scanned with OKEN Scanner

ficarea prin vânzare a elementelor patrimoniale plasează în centrul atenției valoarea patrimonială a întreprinderii (VP). Posibilitatea obținerii de lichidități viitoare prin exploatarea economică a ansamblului financiar-patrimonial accentuează, în schimb, relevanța valorii de rentabilitate a întreprinderii (VR). Criteriul cu ajutorul căruia pot fi arbitrate opțiunile între VP şi VR, respectiv între lichidarea prin vânzarea activelor şi exploatarea economică a întreprinderii, este gradul în care sunt întrunite condițiile de viabilitate financiară - asigurarea simultană a rentabilității activităților şi a echilibrului financiar.



a = întreprinderi cu şanse neglijabile sau inexistente de redresare
b = întreprinderi cu şanse de redresare în anumite condiții
c = întreprinderi cu puternice şanse de redresare
d = întreprinderi stabile financiar

Fig. 9 Exploatare sau lichidare?

Modelul din fig. 9 evidențiază următoarele „zone de valoare“:

1) *Zona (a), în care VR < VP*, viabilitatea financiară a întreprinderii fiind foarte scăzută şi fără vreo perspectivă de ameliorare. De aceea, continuarea exploatării nu este avantajoasă, preferința pentru lichidare prin valorificarea activelor fiind singura opțiune rezonabilă.

2) *Zona (b), în care VR < VP*, existând totuşi posibilități de restructurare reală a întreprinderii prin intervenții hotărâte asupra

Scanned with OKEN Scanner

sistemului de exploatare şi printr-o susţinere financiară importantă. Cu toate acestea, riscul de eşec al redresării este destul de ridicat. Decizia finală - de continuare a exploatării şi restructurare sau de lichidare - va depinde în principal de aspecte cum ar fi dinamica şi perspectivele sectorului de afaceri, volumul investiţiilor necesare pentru reabilitarea economică (IRE) a întreprinderii şi parametrii de eficienţă a acestor investiţii, suma cheltuielilor de lichidare şi ale costurilor fixe irecuperabile ale investiţiilor anterioare în eventualitatea încetării exploatării (CLI). Reţinând criteriile IRE şi CLI, se poate afirma că dacă IRE < CLI, atunci în mod evident investiţiile de redresare şi continuare a exploatării sunt de preferat lichidării. Dacă IRE > CLI, decizia finală va depinde de perspectivele sectorului economic şi, în strânsă legătură cu acesta, de valorile concrete pe care le vor lua indicatorii de apreciere a eficienţei investiţiilor: termenul de recuperare a capitalului investit, VAN, indicele de profitabilitate a investiţiei, rata internă de rentabilitate.

3) *Punctul I, în care VR = VP*, stabilitatea financiară atinge nivelul critic după care devine rapid crescătoare. Acest punct desparte întreprinderile în dificultate neredresabile sau cu riscuri mari de faliment de întreprinderile în dificultate cu şanse mari de redresare şi de întreprinderile stabile financiar. Dacă stabilitatea financiară a firmei este urmărită cu ajutorul ratei de rentabilitate „lichidă" Rl, iar valoarea patrimonială a întreprinderii este asimilată activului net contabil (ANC), se ajunge la următorul sistem de relaţii specifice punctului I:

1) Rl = CF / ANC
2) VR = VP = CF / cmpc = ANC
3) CF = cmpc × ANC
4) Rl = (cmpc × ANC) / ANC = cmpc

Cmpc marchează nivelul minim al rentabilităţii financiare. În felul acesta, pentru orice RI > cmpc, este evident de preferat continuarea exploatării faţă de lichiditate. Rezultă că unul din aspectele delicate ale investiţiilor de redresare se referă la alegerea structurii de finanţare şi la costul resurselor financiare. Stabilirea unei structuri de finanţare echilibrate şi analiza atentă a costului resurselor

Scanned with OKEN Scanner

în vederea minimizării cmpc, reprezintă criterii financiare esențiale de apreciere a fezabilității unui plan de restructurare.

4) *Zona (c), în care VR > VP*, dar rentabilitatea întreprinderii este încă fragilă datorită rentabilității scăzute și/sau a unor probleme de echilibru financiar. Redresarea are puternice șanse de succes. Investițiile de redresare vor ameliora structura patrimonială și, prin aceasta, vor determina creșterea valorii patrimoniale. Dar pentru reușita definitivă este nevoie ca valoarea de rentabilitate să aibă un ritm de creștere mai ridicat. Se poate afirma că restructurarea a fost un succes dacă:

- $i\Delta VR > i\Delta VP$, în aceste condiții continuarea exploatării fiind evident mai avantajoasă.
- $i\Delta VR$ și $i\Delta VP$ sunt indicii de spor al valorii de rentabilitate și, respectiv, al valorii patrimoniale.

5) *Zona (d), în care VR > VP,* iar viabilitatea financiară este suficient de mare pentru a susține că întreprinderile au depășit dificultățile financiare de structură.

Trăsătura definitorie a celor mai multe întreprinderi cu dificultăți financiare substanțiale este o valoare globală (VG) mai mică decât activul net contabil (ANC). Rezultă că pentru această categorie de întreprinderi ANC > VG. Rentabilitatea insuficientă a capitalurilor investite în raport cu cea a unui plasament alternativ de mărimea ANC determină o diminuare a valorii globale a întreprinderii. Această minus-valoare corespunde unui goodwill negativ (badwill): GW < 0. Așadar, într-o variantă simplificată:

$$GW = \frac{P - i \times ANC}{k}$$

în care:

P = este rezultatul economic (profitul sau pierderea) obținut de întreprindere;

i = rata medie normală de rentabilitate a unor investiții alternative;

k = rata de rentabilitate solicitată de investitorul care preia întreprinderea aflată în dificultate.

Deoarece întreprinderile în dificultate comportă riscuri financiare și economice mai mari, rata k va încorpora o primă de risc mai mare față de rata „normală" de fructificare a capitalului I, astfel încât k

Scanned with OKEN Scanner

> i. Relația de calcul a goodwill-ului prezentată se aplică în ipoteza reproductibilității constante a GW-ului într-un număr nedefinit de ani. Dacă perioada de reproductibilitate a GW-ului este alcătuită dintr-un număr finit de ani relația de calcul devine:

$$GW = (P - i \times ANC) \times \frac{1-(1+k)^{-n}}{k}$$

11.5. Tehnici de stabilire a valorii firmelor în dificultate

Valoarea de lichidare. Investitorul care preia o întreprindere în dificultate riscă să nu poată redresa întreprinderea şi în consecință să ajungă în lichidare. Luând în calcul eventualitatea lichidării, valoarea întreprinderii în dificultate se situează într-un interval de valori posibile având ca minim valoarea de lichidare (atunci când rentabilitatea întreprinderii este incertă) şi ca maxim valoarea întreprinderii presupusă a fi redresată în condițiile unei infuzii masive de capitaluri şi/sau pierderi inițiale acceptate pentru o anumită perioadă:

Valoarea de lichidare ≤ VF ≤ Valoarea după redresarea condiționată

Într-o variantă primară, valoarea de lichidare (VL) se calculează în felul următor:

VL = Valoarea de valorificare pe piață (sau casare) a imobilizărilor şi a unor elemente de active circulante – Cheltuieli de lichidare (inclusiv comisioane şi plăți compensaționale pentru personalul concediat).

Valoarea de lichidare se utilizează în condițiile de lichidare prin vânzarea directă, rapid şi la un preț cât mai bun. În esență, VL reprezintă un ANC calculat (analitic) în felul următor:

VL = Active la valori de lichidare + Disponibilități băneşti – Import de plus valoare aferentă activelor vândute – Datorii bilanțiere rambursabile – Datorii legate de lichidare (cheltuieli diverse de lichidare, onorariile lichidatorului, penalizări de rambursare anticipată a împrumuturilor sau de rupere a contractelor) – Impozit latent datorat pentru sursele de impozit amânat la plată.

Scanned with OKEN Scanner

Dacă lichidarea este graduală, prin vânzarea progresivă a activelor întreprinderii, se utilizează valoarea lichidativă care reprezintă un ANC calculat prin diminuarea activelor, evaluate la preţul normal de piaţă, cu datoriile la valoarea lor contabilă.

Valoarea după redresarea condiţionată (VRC) poate fi stabilită astfel:

$$VRC=VS - CHR - \sum_{i=1}^{n} DF_i \text{ , în care:}$$

VS = valoarea substanţială a întreprinderii;
CHR = cheltuieli totale pentru investiţiile de redresare;
DF = deficit (pierderi) anual(e) până la redresare;
i = 1,....., n sunt anii până la redresare, în care firma merge în pierdere.

Pentru întreprinderile cu şanse mari de redresare poate fi determinată următoarea valoare:

$$VI = \frac{(ANC + PNR) \times r \times (1 - r_a)}{R_{SI}}$$

în care:
PNR = profit net obtenabil de întreprinderea considerată redresată;
r = şansele (probabilitatea) de redresare (r > 0,5);
r_a= riscurile economice asociate activităţii întreprinderii redresabile (0< r_a<1);
R_{SI} = rata de rentabilitate economică aşteptată de investitor.

O situaţie specifică este cea a întreprinderilor a căror rentabilitate este slabă datorită conjuncturii nefavorabile a pieţei şi care, în condiţii „normale", sunt rentabile. Pentru aceste întreprinderi redresarea are o durată mai mică (maxim 2 ani) şi implică investiţii relativ scăzute. Calculul valorii întreprinderii este următorul:

$$VI = (a \times ANC + b \times VR) - c \times DF$$

în care:

a şi b = coeficienţi de ponderare a valorii patrimoniale şi a valorii de rentabilitate (a + b = 1);

Scanned with OKEN Scanner

VR = este, de regulă, echivalent cu valoarea de rentabilitate simplă;

DF = deficit (pierderi);

c = coeficient de corecție a deficitului financiar cu durata sa în ani de perpetuare (c = 0,5 – 2 ani).

O modalitate mai complexă de estimare a valorii întreprinderilor în dificultate redresabile este metoda evaluării la termen. Această tehnică are la bază următoarea ipoteză: diferența între întreprinderile în dificultate și cele viabile financiar constă în aceea că primele, pentru a genera fluxuri pozitive de rezultate (profit net, cash-flow, etc.), au nevoie de injecții de capitaluri suplimentare prin care va fi îmbunătățită calitatea sistemului de exploatare și reinstaurat echilibrul financiar. În consecință, valoarea întreprinderii în dificultate presupusă a fi reabilitată după o anumită perioadă este mai mică decât valoarea unei întreprinderi „sănătoase", având caracteristici similare ale exploatării, cu mărimea actualizată a investițiilor de redresare. Calculele de evaluare utilizate în cadrul acestei metode pleacă de la definirea următoarelor elemente:

1) *Capitaluri necesare finanțării proiectului de redresare* (CR):

CR = Injecții de capitaluri realizate de investitorul care preia întreprinderea + Autofinanțare din eventuale rezultate economice pozitive

Ținând cont de viabilitatea scăzută a întreprinderilor în dificultate, a doua componentă a CR (autofinanțarea) are o pondere scăzută.

2) *Nevoile de finanțare anuală a acțiunilor de redresare* (NFA):

NFA = Investiții în imobilizări + Investiții în NFR + Finanțarea deficitului rezultat dintr-o rentabilitate insuficientă

În mod normal: $\sum_{i=1}^{n} NFA = CR$

Scanned with OKEN Scanner

3) *Perioada de redresare (restructurare)*, respectiv numărul de ani n din momentul preluării întreprinderii sau reluării activității şi până în momentul asanării şi stabilizării financiare a afacerii.

Aplicarea metodei presupune parcurgerea câtorva etape esențiale:

A. *Determinarea valorii la termen* (VT):

VT reprezintă valoarea întreprinderii presupusă a fi redresată la sfârşitul perioadei de restructurare. Există două posibilități de stabilire a VT. Prima admite echivalența între VT şi activul net contabil la sfârşitul perioadei de redresare (ANC_n):

$$VT = ANC_n$$

$$ANC_n = ANC_0 + \sum_{t=1}^{n} \Delta Imo_i + (\sum_{t=1}^{n} AE_t - \sum_{t=1}^{n} PE_t)$$

în care:

ANC_n= *activul net contabil de pornire, înainte de declanşarea restructurării;*

$\sum \Delta Imo_i$ = *suma investițiilor în active imobilizate efectuate în perioada de redresare;*

$\sum PE_t$ = *suma pasivelor de exploatare (eventual credite) din perioada de redresare;*

t(1,....., n) = anii perioadei de redresare (restructurare).

Această metodă este complexă şi prezintă dificultăți de previziune a elementelor patrimoniale. În plus, ea operează cu mărimi neactualizate, fapt care îi reduce mult relevanța rezultatelor.

A doua modalitate asimilează VT cu o valoare de rentabilitate (VR). În consecință: VT = VR. VR se stabileşte prin capitalizarea rezultatului economic (profit net sau cash-flow) preconizat pentru ultimul an *n* al perioadei de redresare:

$$VT = PN_n / k \text{ sau } VT = CF_n / k$$

B. *Actualizarea valorii la termen* (VT_{act}):

Scanned with OKEN Scanner

$$VT_{act} = \frac{VT}{(1+k)^n}$$

C. *Actualizarea investițiilor de redresare anuale* și determinarea valorii globale actualizate a investițiilor ($\sum_{t=1}^{n} NFA_{act}$):

$$\sum_{t=1}^{n} NFA_{act} = NFA_1 + \frac{NFA_2}{(1+k)^{2-1}} + ... + \frac{NFA_n}{(1+k)^{t-1}}$$

D. *Determinarea valorii întreprinderii redresabile* (VIR)

$$\text{VIR} = \text{VT} - \sum_{t=1}^{n} NFA_{act}$$

VIR este valoarea maximă, respectiv cel mai mare preț pe care îl poate oferi un potențial investitor în schimbul preluării întreprinderii în dificultate. Este evident că volumul investițiilor de redresare diminuează utilitatea economică a investitorului reducând în consecință valoarea firmei.

Se impune următorul *principiu de elaborare a strategiei de redresare: maximizarea diferenței VIR.* Investițiile necesare reprezintă un efort financiar obligatoriu. Diminuarea lor poate compromite demersul de redresare. Prin urmare, maximizarea VIR poate fi realizată numai prin creșterea VT_{act}. În termeni relativi, se poate discuta despre „rata de succes" (RS) a strategiei de redresare:

$$\text{RS} = \text{VT}_{act} / \sum_{t=1}^{n} NFA_{act}$$

În funcție de valorile pe care le ia rata RS, evoluția întreprinderii poate fi plasată în una din următoarele zone:

- *RS < 1*, înseamnă că Vtact < $\sum_{t=1}^{n} NFA_{act}$, iar *VIR < 0*. Este o zonă de evoluție inacceptabilă. Strategia de redresare nu reușește stabilizarea financiară și deficitele întreprinderii agravându-se.

Scanned with OKEN Scanner

- $RS = 1$, înseamnă că Vtact $= \sum_{t=1}^{n} NFA_{act}$, iar $VIR = 0$. Este „pragul critic" al redresării. Strategia este neutră, permițând numai supraviețuirea întreprinderii.

Cât timp RS ≤ 1, persistă riscul falimentului prin lichidare sau al retragerii investitorilor.

- $RS > 1$, înseamnă că Vtact $> \sum_{t=1}^{n} NFA_{act}$, iar $VIR > 0$. Este o zonă de evoluție favorabilă, acceptabilă. Strategia de redresare are succes, îndeplinindu-şi misiunea.

În ceea ce priveşte ratele de capitalizare, este necesar să fie respectată următoarea relație: k' $\leq$ k. Rata de capitalizare k' a profitului net sau a cash-flow-ului din ultimul an de previziune este mai mică pentru că încorporează riscuri financiare şi economice mai reduse decât cele incluse în rata de capitalizare k a valorii la termen şi a NFA. Se presupune că la sfârşitul perioadei considerate întreprinderea este redresată, fapt care comportă riscuri ale activității mai mici. Redresarea este un proces anevoios, marcat adesea de instabilitate şi discontinuități, de aceea rata k încorporează în structura sa o primă de risc mai mare. În consecință, rata k are o valoare mai mare.

Evaluarea firmelor în dificultate ca proiecte de investiții. Redresarea întreprinderii în dificultate reprezintă, în esență, un proiect investițional. De aceea, abordarea evaluării întreprinderilor în dificultate poate fi realizată şi din perspectiva estimării eficienței investițiilor. Valoarea întreprinderii în dificultate redresabilă poate fi asimilată valorii actuale nete (VAN) a investiției necesare pentru restructurarea afacerilor. VAN apare ca o diferență între suma valorilor actualizate ale fluxurilor nete de trezorerie pe care le va degaja investiția în cursul vieții sale economice şi cheltuielile inițiale totale ale investiției:

$$VFR = VAN = \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^n} \right] - C_0$$

Scanned with OKEN Scanner

în care:
t = perioada de prognoză;
CF_t= cash-flow-ul pentru anul t;
k = rata de actualizare (similară cu cea din metoda valorii la termen);
VR = valoarea reziduală a investiției (întreprinderii) la expirarea perioadei t;
C_0= cheltuielile inițiale totale cu investiția.

Dacă $VAN > 0$, înseamnă că se recuperează capitalurile avansate pentru investiție şi se obține un surplus monetar. În mod normal, pentru o întreprindere redresabilă VAN trebuie să fie pozitivă. Dacă $VAN < 0$, înseamnă că recuperarea investiției nu este posibilă. Proiectul de redresare nu este fezabil, acționând în defavoarea întreprinderii.

Această metodă este foarte sensibilă la variațiile ratei de actualizare k. Ca un principiu general, VAN creşte când rata de actualizare scade şi invers. Este foarte importantă determinarea acelui nivel al ratei de actualizare pentru care $VAN = 0$. Această rată sau rata internă de rentabilitate (RIR) indică costul maxim al resurselor financiare pe care întreprinderea ar putea să-l suporte pentru finanțarea investiției. Dacă RIR≥ cmpc, investiția este avantajoasă, permițând remunerarea corespunzătoare a capitalurilor necesare pentru investiție. Comparația poate fi realizată şi în raport cu obiectivele de rentabilitate ale investitorului, exprimate printr-un nivel-țintă fie al ratei de rentabilitate economică (Re), fie al ratei de rentabilitate financiară (Rf), dacă investițiile sunt finanțate în exclusivitate din fonduri proprii. În acest fel, valoarea întreprinderii redresabile este echivalentă cu surplusul de capital (inclusiv valoarea reziduală) rezultat la încheierea perioadei de redresare.

Se poate trage concluzia că cmpc şi rata de actualizare k reprezintă criterii importante de judecare al impactului financiar al strategiei de restructurare a întreprinderii. Mărimea cmpc semnalizează nivelul cash-flow-ului sau al profitului „normal" pe care trebuie să-l obțină investitorul pentru a-i fi indiferent dacă îşi menține investiția în afacerea preluată sau se retrage. Valoarea capitalului investit va creşte numai în condițiile în care rentabilitatea, exprimată prin Re sau Rf este superioară cmpc. Această condiție rezultă din faptul că VAN este pozitivă numai dacă RIR este mai mare decât cmpc. Prin urmare, dacă:

Scanned with OKEN Scanner

1) *RIR (Re, Rf) > cmpc*, investiția creează un surplus de avuție pentru acționari, adică o valoare economică suplimentară față de capitalul investit inițial.
2) *RIR (Re, Rf) = cmpc*, investiția nu are nici un efect și nu creează nici o valoare suplimentară pentru acționari.
3) *RIR (Re, Rf) < cmpc*, investiția determină scăderea avuției acționarilor.

Sintetizând aceste argumentate, putem formula următoarele principii de pertinență financiară a strategiei de restructurare a întreprinderii în dificultate:

- valoarea globală și valoarea patrimonială a întreprinderii să crească simultan;
- diferența (valoare globală – valoare patrimonială) să crească pe măsura avansării planului de restructurare, ceea ce însemnă că ritmul de creștere al valorii globale trebuie să fie tot mai accelerat în raport cu ritmul de creștere al valorii patrimoniale.

În ultimă instanță, *vocația unei întreprinderi este să creeze continuu valoare economică printr-o funcționare eficientă.* Valoarea patrimonială reprezintă în acest sens un fel de „prag de jos", fiind expresia statică a costurilor istorice suportate în vederea constituirii elementelor patrimoniale ce formează sistemul de exploatare al întreprinderii. Creșterea patrimoniului economic al întreprinderii poate fi asigurată numai prin intrări sistematice de fonduri a căror sursă principală sunt fluxurile pozitive de rezultate economice. *Este important de reținut că rezultatele economice ale întreprinderii nu reprezintă numai efecte ale exploatării rationale a structurii patrimoniale reflectate în bilanț.* Ele sunt în anumite condiții și efecte ale exploatării unor factori intangibili interni și externi definiți în general cu ajutorul termenului de goodwill.

11.6. Specificul evaluării activităților viabile și deficitare

Capacitatea întreprinderii de a crea valoare suplimentară prin funcționare este esențială. Această aptitudine poate fi stabilită pe baza comparării valorii întreprinderii obținută prin actualizarea unor rezultate viitoare sperate cu valoarea patrimonială prezentă:

Scanned with OKEN Scanner

$$\Delta V_s = VI_a - AE_0$$

în care:

ΔV_s= plusul de valoare pe care întreprinderea îl creează prin funcţionarea sa;

VI_a= valoarea întreprinderii determinată prin actualizarea fluxurilor de rezultate viitoare, care pot fi profitul net reproductibil sau cash-flow-ul;

AE_0= valoarea actuală a activului economic al întreprinderii.

Activul economic este expresia mijloacelor necesare întreprinderii pentru desfăşurarea activităţii de exploatare. Aceste mijloace sunt create prin investiţii strategice în imobilizări, şi prin investiţii de exploatare în nevoia de fond de rulment de exploatare. De aceea:

$$AE_o = Imo_{nete\ expl} + NFR_{expl}$$

Finanţarea acestor investiţii este susţinută pe seama unor resurse financiare durabile (capitaluri proprii şi datorii pe termen lung). Rezultă că, practic, activul economic este foarte apropiat ca mărime cu capitalurile permanente necesare exploatării (CPNE) cu ajutorul cărora, de fapt, este finanţat.

Dacă întreprinderea degajă prin funcţionarea sa un $\Delta V_s > 0$ înseamnă că are loc o creştere a valorii întreprinderii pe seama unei activităţi rentabile. În aceste situaţii o valoare de rentabilitate (determinată prin actualizarea rezultatelor economice viitoare), exprimând mai fidel potenţialul de profitabilitate, este mai plauzibilă decât o valoare patrimonială ce reflectă mai curând costurile istorice (contabile) suportate în vederea construirii structurii patrimoniale a întreprinderii (activul net contabil) şi, în unele cazuri, într-o optică a lichidării, valoarea de utilitate a elementelor patrimoniale dată de preţul posibil de valorificare pe piaţă (activul net contabil corectat). În aceste condiţii este mai avantajoasă continuarea activităţii în scopul fructificării perspectivelor viitoare de dezvoltare.

Dacă întreprinderea, prin funcţionarea sa degajă un $\Delta V_s < 0$, rezultă că ea îşi reduce substanţa patrimonială, diminuându-şi activul economic. Continuarea activităţii ar însemna degradarea valorii întreprinderii. În aceste cazuri, dacă întreprinderea realizează un produs sau o activitate, este necesară sistarea funcţionării. Dacă firma

Scanned with OKEN Scanner

este multi-produs sau multi-activitate, se impune centrarea pe activitățile/produsele creatoare de valoare şi lichidarea celor care „consumă" valoare. Practica evaluării a sintetizat următoarele reguli pentru astfel de situații:

- ✓ activitățile rentabile sunt reținute la o valoare de rentabilitate;
- ✓ activitățile nerentabile vor fi reținute, în perspectiva lichidării, la o valoare patrimonială, de regulă, la valoarea contabilă a capitalurilor proprii (echivalentă cu activul net contabil).

Această concepție asupra valorii întreprinderii permite determinarea sporului de avere a proprietarilor, respectiv creşterea valorii capitalurilor investite de către ei - valoarea adăugată pentru acționari (VAA). VAA este diferența între valoarea întreprinderii calculată prin metoda cash-flow-urilor actualizate (VI_{CFA}) şi valoarea capitalurilor investite în întreprindere la începutul primului an de calcul previzional (CI_o):

$$VAA = VF_{CFA} - CI_0$$

VAA se obține numai atunci când rentabilitatea investiției (Ri) este mai mare decât costul mediu ponderat al capitalurilor atrase de întreprindere (cmpc): Ri > cmpc.

Metoda CFA face distincție între valoarea capitalului proprietarilor (acționarilor), VCP, şi valoarea întreprinderii VI_{CFA}. Pentru întreprinderile îndatorate la termen, valoarea întreprinderii încorporează valoarea capitalurilor proprietarilor, rezultând că: $VI_{CFA} > VCP$.

Pentru întreprinderile neîndatorate, VI_{CFA} este identică cu VCP: $VI_{CFA} = VCP$. Se impune concluzia că diferența sau, dimpotrivă, identitatea dintre VI_{CFA} şi VCP este funcția de structură financiară a întreprinderii, respectiv de compoziția capitalurilor acesteia. Oricum, ambele valori au acelaşi principiu de calcul şi anume prin însumarea a două elemente:

- ❖ cash-flow-ul disponibil pentru acționari ($CFD_{acț}$) la determinarea VCP sau cash-flow-ul disponibil pentru întreaga întreprindere (CFD) la determinarea VI_{CFA}. Ambele mărimi, $CFD_{acț}$ şi CFD sunt calculate pentru un număr de ani de previziune explicită si actualizate;

Scanned with OKEN Scanner

❖ valoarea reziduală (V_{rez}) actualizată. V_{rez} este expresia globală a cash-flow-urilor nete obtenabile în perioada de previziune non-explicită, respectiv în perioada în care cash-flow-urile anuale nu pot fi stabilite explicit, cu precizie datorită orizontului de timp îndepărtat şi incertitudinii accentuate.

Pentru a analiza cum se formează VCP şi VI_{CFA} trebuie să descompunem mai întâi cmpc în costul capitalurilor proprii (ccp) şi costul datoriilor purtătoare de dobânzi (cdpd):

$$Cmpc = ccp \times \frac{Cap.proprii}{Cap.proprii + Dat.termen} + cdpd \frac{Dat.termen}{Cap.proprii + Dat.termen}$$

Dacă calculul VCP şi VI_{CFA} se face pentru un număr nedefinit de ani, în ipoteza stabilităţii $CFD_{acţ}$ şi CFD reproductibile anual, obţinem:

$$VCP = CFD_{acţ1} / ccp \text{ şi } VI_{CFA} = CFD_1 / cmpc$$

în care:
$CFD_{acţ1}$ = cash-flow-ul net la dispoziţia acţionarilor în primul an de previziune după anul de referinţă;
CFD_1 = cash-flow-ul net disponibil al întreprinderii în primul an de previziune după anul de referinţă.

De multe ori ccp este asimilat unei rate de rentabilitate cerută de acţionari la capitalul investit de către ei în întreprindere, fiind prin urmare echivalentul rentabilităţii financiare Rf.

Dacă se aşteaptă o creştere stabilă a rezultatelor economice viitoare cu o rată anuală constantă g, capitalizarea $CFD_{acţ1}$ şi CFD_1 nu se va face cu ccp şi, respectiv, cu cmpc, ci cu ratele (ccp − g) şi cu (cmpc − g). Includerea în calcul a ratei de creştere g duce la scăderea ratelor de capitalizare ccp şi cmpc şi, în continuare, la creşterea VCP sau, după caz, VI_{CFA}. Acest fapt este consecinţa creşterii fluxurilor de rezultate sperate, proces care conform logicii metodei determină creşterea valorii. Reducerea costului capitalurilor proprii sau totale (a numitorului) cu rata g este echivalentă cu creşterea profitului economic, şi, implicit, a valorii capitalului investit. Mecanismul acestui proces poate fi descris cu ajutorul relaţiilor:

$$\text{Profit net normal} = cmpc \times \text{Capital investit}$$

Scanned with OKEN Scanner

şi

$$\text{Profit economic} = Ri \times \text{Capital investit} - cmpc \times \text{capital investit} =$$
$$= \text{Profit net din exploatare} - \text{Profit net normal} =$$
$$= (Ri - cmpc) \times \text{Capital investit}$$

în care:

Capital investit = Capital propriu + Datorii la termen (financiare) sau Capital investit = Imobilizări nete + NFR

Ri = rentabilitatea capitalului investit (rata Profit net din exploatare / Capital investit).

Relațiile de mai sus sugerează că un nivel mai scăzut al cmpc determină o valoare mai mare (Ri – cmpc), care are semnificația unei rentabilități a capitalului investit rămasă după remunerarea furnizorilor de capital, rentabilitate de care va beneficia numai întreprinderea. O valoare mai mare a diferenței (Ri – cmpc) se concretizează într-un profit economic mai important, iar profitul este un element central al cash-flow-ului. În consecință, această dinamică pozitivă determină creşterea valorii întreprinderii.

VCP poate fi calculată în felul următor:

$$VCP = VI_{CFA} - DAT_0$$

în care:

DAT_0 = datoriile la termen (financiare) la începutul anului 1 de previziune explicită.

Evident, pentru determinarea VI_{CFA} poate fi aplicată relația:

$$VI_{CFA} = VCP + DAT_0$$

Dacă determinarea VCP şi VI_{CFA} se face pentru un număr finit de t ani (3-10 ani, de regulă), pentru care determinarea previzională a cash-flow-urilor anuale poate fi realizată cu exactitate ridicată - durată denumită şi perioadă de previziune explicită - după care urmează o altă perioadă, în care întreprinderea continuă să funcționeze, dar pentru care nu este posibilă stabilirea exactă a cash-flow-urilor - perioadă de previziune non-explicită, se folosesc următoarele relații:

Scanned with OKEN Scanner

$$VCP = \sum_{t=1}^{n} \frac{CFD_{act.t}}{(1+ccp)^t} + \frac{V_{rez}}{(1+ccp)^n}$$

sau

$$VI_{CAF} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CFD_t}{(1+cmpc)^t} + \frac{V_{rez}}{(1+cmpc)^n}$$

Teoretic, V_{rez} reprezintă cash-flow-urile însumate pentru anii de previziune non-explicită. V_{rez} poate însemna, în ipoteza lichidării întreprinderii la sfârşitul ultimului an de previziune explicită, şi disponibilităţile care ar putea fi obţinute prin valorificarea pe piaţă a activelor întreprinderii.

În ceea ce priveşte rata de actualizare folosită în calculele de evaluare, cmpc sau ccp, ea reprezintă avantajul de a exprima rentabilitatea minimă acceptată de investitori în schimbul plasării capitalurilor disponibile în întreprindere. Rentabilitatea „excedentară" a investiţiilor, peste nivelul cmpc sau ccp, reprezintă cauza de fond a unei valori sporite a întreprinderii. Cu toate acestea, pot fi utilizate şi alte forme ale ratei de actualizare (capitalizare).

Metoda CFA de evaluare admite, de asemenea, fragmentarea perioadei de previziune explicită în două sau trei stadii. Prin această împărţire se urmăreşte o previziune mai exactă a cash-flow-ului şi a altor elemente de calcul în funcţie de particularităţile evoluţiei economice a întreprinderii evaluate, evoluţie care rareori este lineară, continuă. Fiecărui stadiu îi sunt atribuite valori specifice ale ccp, cmpc şi o dinamică proprie a rezultatelor economice ce influenţează nivelul ratei g.

11.7. Aplicaţie rezolvată

Se dau următoarele elemente de calcul:
- durata de redresare a unei firme 4 ani;
- datele financiare previzionate pentru perioada de redresare sunt:

a) sume de investit anuale:

Scanned with OKEN Scanner

I an – 4 000 000 lei,
II an – 2 000 000 lei,
III an – 500 000 lei,
IV an – 200 000 lei.

b) valoarea sperata a profitului brut la sfârşitul perioadei de redresare (an IV) 18 mil lei;
c) rata de actualizare a profitului net 20% - r';
d) rata de actualizare a valorii la termen a firmei r = 24%;
e) cota impozit 16%.

***Se cere*:** - valoarea maximă pe care o poate oferi un potențial investitor pentru preluarea firmei în dificultate prin metoda evaluării la termen.

Rezolvare:

1. Calculul valorii la termen a firmei la sfârşitul perioadei de redresare:

$VT = \frac{PNn}{r'}$; $VT = 15{,}12 / 0{,}2 = 75{,}6$ mil. lei

n – ultimul an (IV)

$PNn = PB \times (1 - t)$; $PNn = 18 \times (1 - 0{,}16) = 18 \times 0{,}84 = 15{,}12$ mil. lei

2. Actualizarea valorii la termen:

$$VTact = \frac{VT}{(1+r)^n}; \quad VTact = 75{,}6 / (1 + 0{,}24)^4 = 31{,}98 \text{ mil. lei}$$

Notă: VTact ⇔ valoarea de rentabilitate simplă a firmei în dificultate în ipoteza că aceasta nu ar avea probleme financiare.

3. Actualizarea sumelor de investit anuale şi determinarea sumei de investit totale actualizate

FIN = 4 + 1,612 + 0,325 + 0,104 = 6,041 mil lei
- pentru anul I suma de investit nu se actualizează
An I = 4 mil lei

$$\text{An II} = \frac{2mil}{(1+r)^{n-1}} \Rightarrow \text{An II} = \frac{2mil}{(1+0{,}24)^{2-1}} = \frac{2mil}{1{,}24} = 1{,}612 \text{mil lei}$$

$$\text{An III} = \frac{0{,}5mil}{(1+r)^n} \Rightarrow \text{An III} = \frac{0{,}5mil}{(1+0{,}24)^2} = 0{,}325 \text{mil lei}$$

Scanned with OKEN Scanner

$$\text{An IV} = \frac{0{,}2mil}{1{,}24^3} = \frac{0{,}2}{1{,}906} = 0{,}104\text{mil lei}$$

4. Calculul valorii maxime a firmei

$$\text{VFmax} = \text{VTact} - \text{FIN} \Rightarrow \text{VFmax} = 31{,}98 - 6{,}041 = 25{,}939 \text{ mil lei}$$

Notă: investițiile necesare redresării (6,041mil lei) scad valoarea maximă pe care ar fi dispus să o plătească un potențial investitor.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 12

CONSIDERAȚII PRIVIND VALOAREA STRATEGICĂ A FIRMEI

12.1. Formarea valorii strategice a firmei

Unii autori atrag atenția asupra diferențelor ce pot să apară între valoarea financiară a întreprinderii şi aşa-numita valoare strategică (economică). Distincția între cele două valori este foarte importantă în gestiunea proceselor de restructurare a întreprinderii.

Diferența menționată este explicabilă prin *opticile distincte pe care le au un investitor financiar şi unul industrial.* Astfel, investitorul financiar priveşte întreprinderea ca pe un simplu plasament de la care este aşteptată o anumită rentabilitate. În schimb, investitorul industrial este interesat de continuarea exploatării pentru a crea valoare. Incluzând întreprinderea într-un sistem de active şi sinergii economice deja existente, investitorul industrial va urmări să îmbunătățească fluxurile de rezultate economice viitoare ale întreprinderii printr-un management integrat al diferitelor resurse, activități şi piețe. Iată de ce cash-flow-urile sperate de aceste două categorii de investitori sunt diferite ca mărime şi structură, de aici rezultând şi evaluări diferite ale întreprinderii: investitorul industrial este interesat de valoarea strategică, în timp ce investitorul financiar estimează o valoare financiară.

Valoarea strategică (economică) poate fi definită în felul următor: prețul pe care acceptă să-l plătească un investitor industrial pentru a prelua o întreprindere, luând în considerație previziunile cash-flow-urilor viitoare obtenabile datorită inclusiv sinergiilor industriale şi comerciale de care beneficiază întregul sistem de afaceri controlat sau la care are acces investitorul. Aceste sinergii sunt generate de integrarea întreprinderii preluate în sistemul de afaceri al investitorului care îi oferă în acest mod oportunități de restructurare prin modificarea structurii financiare (raporturile capital propriu / datorii şi capital pe termen lung / capital pe termen scurt), cu impact

pozitiv asupra valorii întreprinderii. *Formarea valorii strategice se înscrie într-o logică durabilă a managementului afacerilor desfăşurate de întreprindere, abordate în toată complexitatea lor.*

Prin opoziţie, valoarea financiară este abordată ca o valoare a întreprinderii ce rezultă preponderent din mişcările şi semnalele emise de pieţele de capital. Cu alte cuvinte, *valoarea financiară a întreprinderii este produsul unei viziuni de scurtă durată, axată aproape în exclusivitate pe obiectivul maximizării câştigurilor imediate din plasamentele efectuate de investitor.* În acest fel, valoarea financiară este expresia capitalizării de piaţă a acţiunilor întreprinderii.

Aşadar, valoarea strategică reflectă capacitatea întreprinderii de a crea valoare economică pe termen lung. Această viziune a fost sintetizată în Modelul Pentagon al Grupului Consultativ Mc Kinsey (fig. 10).

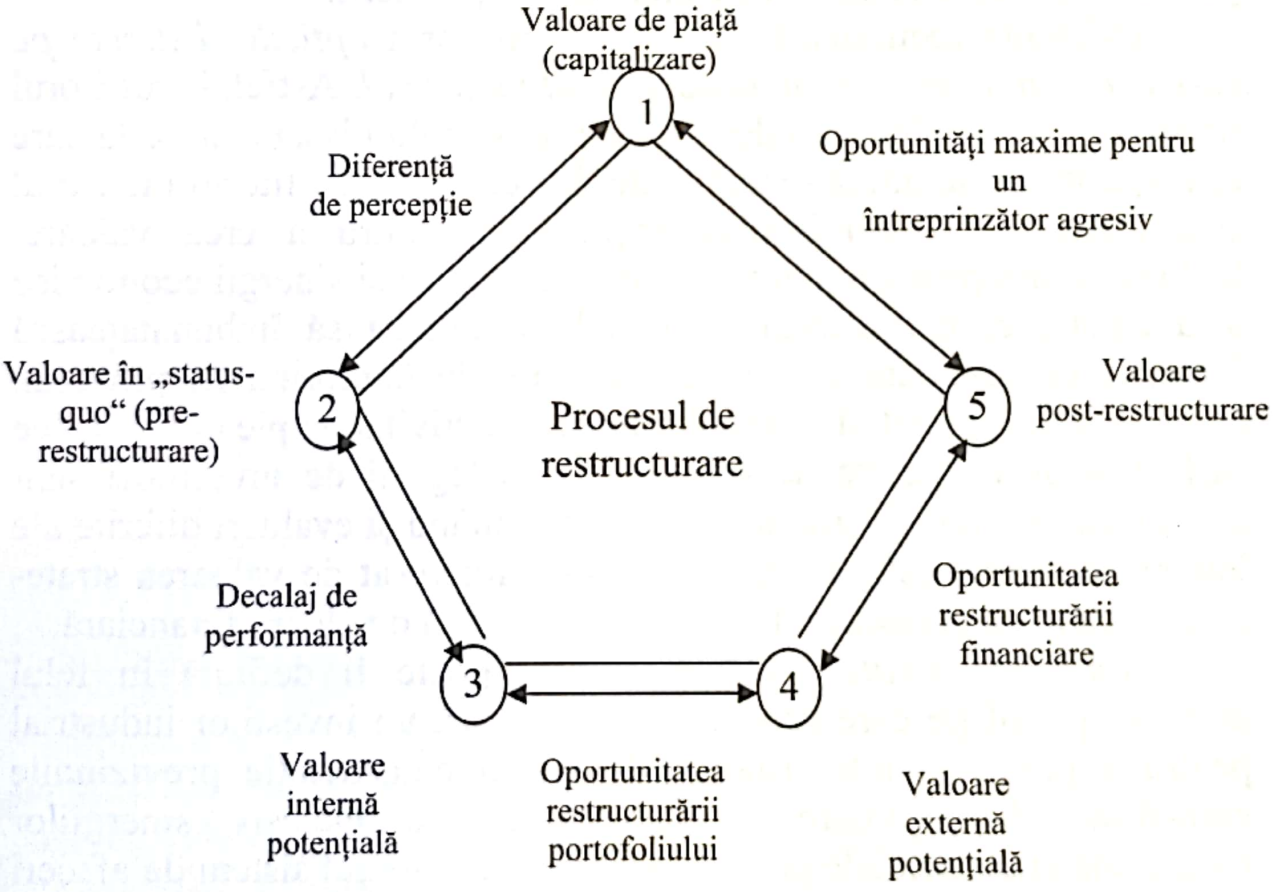


Fig. 10 Modelul Pentagon

Valoarea de piaţă (capitalizarea) este valoarea financiară a întreprinderii, estimată de pieţele de capitaluri. *Valoarea în „status-*

Scanned with OKEN Scanner

quo" (pre-restructurare) este valoarea economică actuală a cash-flow-urilor viitoare, actualizate la costul mediu ponderat al capitalurilor, fără a introduce vreo modificare în caracteristicile de exploatare şi financiare ale întreprinderii. De regulă, această valoare este destul de apropiată de valoarea de piaţă a întreprinderii. *Valoarea internă potenţială* este valoarea economică pe care întreprinderea ar putea să o aibă dacă ar opera anumite îmbunătăţiri ale activităţii, fără a-i modifica însă semnificativ structura. *Valoarea externă potenţială* este valoarea economică posibilă dacă s-ar realiza modificări importante ale activităţii. În sfârşit, *valoarea post-restructurare* este rezultatul valorificării tuturor oportunităţilor de creştere a eficienţei întreprinderii, atât a celor de anvergură restrânsă, cât şi a celor radicale, incluzând şi mijloacele de restructurare financiară cu efecte benefice substanţiale asupra valorii întreprinderii. Diferenţa între valoarea de piaţă şi valoarea pre-restructurare ca valoare economică este dată de opticile distincte ale investitorilor financiar şi industrial. Diferenţa de performanţă între valoarea pre-restructurare şi valoarea internă potenţială rezultă din utilizarea în cazul celei de-a doua a unor rezerve operaţionale de creştere a eficienţei (gestiunea cotidiană şi pe termen scurt). Oportunităţile utilizării potenţialului determină distanţa dintre valoarea internă potenţială şi valoarea externă potenţială, referindu-se la măsuri radicale de restructurare a sistemului de afaceri al întreprinderii. În cele din urmă, la valoarea post-restructurare se ajunge adăugând măsuri de restructurare financiară la cele deja implementate în cadrul dispozitivului de exploatare şi în relaţiile întreprinderii cu mediul economic.

Planul de restructurare al întreprinderii trebuie să conţină elemente intercorelate de natură industrială, financiară şi comercială. Întărirea competitivităţii întreprinderii constituie o adevărată sursă a creşterii valorii ei, or, competitivitatea este rezultatul unor ameliorări considerabile şi simultane în toate cele trei dimensiuni menţionate. O valoare post-restructurare sporită poate reprezenta o extraordinară oportunitate pentru investitorii „agresivi" întrucât, pe cale de consecinţă, va determina creşterea valorii de piaţă (valorii financiare) a întreprinderii.

Examinarea Modelului Pentagon Mc Kinsey permite formularea următoarelor concluzii:

Scanned with OKEN Scanner

1) Creşterea valorii economice a întreprinderii este posibilă numai ca urmare a unor ameliorări aduse sistemului de afaceri şi relaţiilor întreprinderii cu mediul, schimbări de natură să asigure consolidarea fluxurilor de lichidităţi viitoare prin crearea şi dezvoltarea unor sinergii interne şi externe care să susţină exploatarea optimă a patrimoniului economic acumulat.
2) Evoluţii pozitive accentuate ale valorii întreprinderii pot fi obţinute numai pe seama unor schimbări importante ale sistemului de afaceri şi ale sistemului de relaţii cu mediul economic; ajustările restrânse, punctuale pot garanta doar ameliorări limitate şi provizorii ale performanţelor şi valorii întreprinderii.
3) Acţiunile de restructurare financiară reuşesc numai dacă sunt concepute şi realizate astfel încât să susţină măsurile de restructurare promovate în „economia reală" a întreprinderii. De una singură, fără a fi corelată cu măsuri de restructurare industrială şi comercială a întreprinderii, restructurarea financiară nu poate reuşi prea multe.
4) Sursele valorii întreprinderii sunt de natură strategică în sensul strict al acestui termen, vizând prin urmare competenţele şi capacităţile industriale şi comerciale pe termen lung ale întreprinderii; de natură financiară şi de natură decizional-managerială. Prin accesarea acestor surse întreprinderea câştigă în competitivitate, respectiv în puterea avantajelor concurenţiale controlate.
5) Prezenţa unor solide avantaje concurenţiale, ca bază a valorii economice a întreprinderii, poate fi observată prin urmărirea evoluţiei unor indicatori esenţiali, cum ar fi rata de creştere a cifrei de afaceri, ratele marjelor netă şi brută de acumulare, volumul şi structura investiţiilor în imobilizări şi nevoia de fond de rulment şi costul capitalurilor atrase de întreprindere. Eforturile de restructurare a întreprinderii vor urmări, deci, ameliorarea acestor indicatori ceea ce echivalează cu dezvoltarea unor avantaje concurenţiale reale şi, în consecinţă, cu creşterea valorii economice a întreprinderii.

În acest fel, un proiect de restructurare reprezintă, de fapt, un demers strategic integrat, cuprinzând elemente industriale, financiare şi comerciale şi având ca obiectiv major repoziţionarea concurenţială

Scanned with OKEN Scanner

radicală a întreprinderii. Întreaga activitate a întreprinderii va fi reclădită în jurul unor avantaje concurențiale noi și solide. Crearea avantajelor concurențiale prin reorganizarea sistemului de exploatare și a relațiilor întreprinderii cu mediul este obiectivul de bază al restructurării. Una dintre cele mai elocvente imagini financiare ale avantajelor concurențiale este goodwill-ul. Practic, acumularea avantajelor concurențiale prin promovarea unor măsuri de restructurare adecvate se concretizează în creşterea valorii goodwill-ului întreprinderii şi a ponderii lui în valoarea globală.

În termenii economiei reale succesul restructurării la nivel de întreprindere înseamnă, de fapt, dotarea acesteia cu avantaje competitive solide şi durabile, care să asigure performanțe financiare consistente şi, în consecință, creşterea valorii globale a întreprinderii. De asemenea, se ştie bine că în prezent dotarea întreprinderii cu avantaje competitive în măsură să-i asigure o poziționare strategică favorabilă este posibilă numai prin crearea şi dezvoltarea unor active intangibile specifice, multe dintre ele fiind generatoare de goodwill. Cu alte cuvinte, maximizarea valorii globale a întreprinderii se obține mai ales prin creşterea goodwill-ului şi mai puțin prin sporirea valorii sale patrimoniale. Apariția unui goodwill pozitiv şi creşterea mărimii acestuia sunt semne clare că efortul de redresare şi restructurare se încununează cu succes. Iar pentru a determina acest curs benefic al restructurării întreprinderea trebuie să acceseze anumite „leviere" ale restructurării (strategice, financiare, corporative), care îi vor facilita dezvoltarea unui goodwill pozitiv. În ultimă instanță, evoluția goodwill-ului poate fi pusă în legătură directă cu expansiunea comercială, concretizată în creşterea cifrei de afaceri, care, la rândul său, declanşează o ameliorare a performanțelor financiare, care duce, în cele din urmă, la creşterea valorii globale a întreprinderii.

12.2. Activele intangibile şi poziționarea strategică a firmei

Am văzut că *un demers de restructurare poate fi considerat reuşit numai dacă duce la creşterea valorii economice a întreprinderii.* Realizarea acestui obiectiv prioritar presupune preocupări intense nu doar în vederea constituirii unei structuri viabile de active tangibile, ci şi monitorizarea atentă a aspectelor intangibile ale funcționării întreprinderii, cum ar fi valorificarea şi protejarea know-

Scanned with OKEN Scanner

how-ului şi a competenţelor personalului, îmbunătăţirea reputaţiei şi imaginii întreprinderii în ipostaza sa de angajator şi furnizor de produse/servicii, ameliorarea calităţii produselor, optimizarea locului întreprinderii în reţeaua de relaţii parteneriale etc. Toate aceste aspecte intangibile devin tot mai importante ca surse de valoare economică pentru întreprindere.

Ştim că într-o întreprindere competitivă se regăsesc, ca bază a activităţilor şi succesului ei economic, importante active intangibile - factori esenţiali pentru obţinerea unor performanţe excepţionale, dar care nu apar decât foarte rar în bilanţ. O descriere mai amplă şi detaliată a acestor factori am realizat-o în altă parte. Generate de investiţii anterioare, aceste active intangibile sunt totuşi tratate, datorită unor convenţii contabile şi beneficiilor de natură fiscală, ca fluxuri de cheltuieli ale perioadei. În pofida acestei îngustimi a opticii fiscal-contabile, activele menţionate adesea se constituie în cele mai importante avantaje concurenţiale ale întreprinderii, conferindu-i o valoare reală sensibil superioară în raport cu valoarea patrimonială (contabilă). Acest supliment de valoare poartă în literatura de specialitate denumirea de goodwill.

Ca o concluzie preliminară, se poate afirma că un semnal clar al reuşitei unei strategii de restructurare este acumularea continuă a elementelor aducătoare de goodwill pentru întreprindere, evoluţie care în mod cert se va răsfrânge favorabil asupra valorii globale a întreprinderii. Aşadar, crearea activelor intangibile duce la creşterea goodwill-ului şi, pe cale de consecinţă, la maximizarea valorii întreprinderii. Or, această cerinţă poate suscita numeroase controverse de natură strategică dacă factorii de decizie responsabili pentru planificarea procesului de restructurare se inspiră dintr-o viziune îngustă privind performanţa, care pune accent pe îmbunătăţirea rapidă şi cu orice preţ a indicatorilor de eficienţă, în special a celor legaţi de rentabilitate şi costuri. Refuzul de a crea active intangibile şi, prin aceasta, de a întări avantajele concurenţiale şi de a creşte valoarea economică a întreprinderii are în spate următorul raţionament simplu: dacă activele intangibile sunt constituite prin investiţii strategice specifice, care din punct de vedere contabil sunt considerate cheltuieli ale perioadei, creşterea acestor active va reduce marjele de acumulare brută şi netă pe termen scurt, diminuând, deci, şi ratele de rentabilitate.

Scanned with OKEN Scanner

Predominanța acestui tip de gândire managerială reprezintă una dintre cele mai frecvente cauze ale eșecului strategiilor de restructurare. Axarea pe calcule și rezultate pe termen scurt, în detrimentul unor investiții în domenii strategice (resurse umane, imaginea instituțională, calitatea relațiilor cu mediul economic, sistemele de organizare și management etc.), vine în contradicție cu însuși spiritul restructurării - repoziționarea radicală a întreprinderii din perspectiva avantajelor concurențiale și ameliorarea pe termen lung a performanțelor ei.

Activele intangibile reprezintă un sprijin pentru cele tangibile și se află la originea excedentului de rentabilitate (supraprofitul) obținut de întreprindere peste rentabilitatea normală a sectorului. În același timp, rentabilitatea întreprinderii este determinată, din punct de vedere contabil, numai prin luarea în considerare a activelor tangibile, ca și cum cele intangibile nici nu ar exista, ca și cum rentabilitatea obținută de întreprindere s-ar datora în exclusivitate activelor regăsite în bilanț. În realitate, *rentabilitatea întreprinderii este rezultatul valorificării tuturor activelor la dispoziție,* deși în numeroase situații activele intangibile sunt cele care îi conferă întreprinderii cea mai mare parte din substanța strategică, contribuind decisiv la creșterea valorii sale globale peste valoarea activelor tangibile pe care le posedă.

Dacă rentabilitatea economică a întreprinderii este calculată ca raport între rezultatul sau excedentul brut al exploatării și activul economic (format din activele tangibile), atunci este evident interesul strategic pentru reducerea relativă a activelor tangibile indispensabile pentru realizarea cifrei de afaceri a întreprinderii. Aceeași relație scoate în evidență și *rolul fundamental revenit activelor intangibile care permit obținerea unor fluxuri de venituri consistente fără a „încărca" excesiv activele bilanțiere (tangibile) ale întreprinderii.* Aceasta înseamnă venituri mai mari fără creșteri semnificative ale activelor tangibile (asupra cărora se calculează, de altfel, rentabilitatea), întrucât „diferența de efort" este susținută de activele intangibile ca elemente aducătoare de goodwill pentru întreprindere.

Pentru a vedea cum anume funcționează acest mecanism, vom proceda la descompunerea ratei de rentabilitate economică brută în doi factori - rata marjei brute de acumulare și rata de rotație a activelor economice prin cifra de afaceri:

Scanned with OKEN Scanner

$$R_e = \frac{EBE}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$

Rentabilitatea economică se formează prin influența a doi factori: unul *cantitativ - rata marjei brute de acumulare* și altul *calitativ - rotația activului prin cifra de afaceri*. Nivelul marjei brute evidențiază rezultatul activității de exploatare, inclusiv finalizarea ei prin condițiile ei de comercializare reflectate în cifra de afaceri, pe de o parte, în timp ce rotația activului total prin cifra de afaceri, exprimă gradul de intensitate al utilizării resurselor atrase de întreprindere.

Valoarea rentabilității economice poate fi îmbunătățită fie prin creșterea ratei marjei brute de acumulare, adică prin creșterea vânzărilor și diminuarea cheltuielilor, fie prin accelerarea rotației activului economic prin cifra de afaceri, obiectiv realizabil fie printr-o creștere mai rapidă a cifrei de afaceri în raport cu creșterea activului (investițiile). Dacă rata marjei brute de acumulare este rezultatul politicii comerciale, exprimând, de fapt, rentabilitatea comercială a întreprinderii, rotația activului economic prin cifra de afaceri reflectă productivitatea mijloacelor economice regăsite în bilanț. De asemenea se poate observa că *aceeași rentabilitate economică poate fi generată de două strategii comerciale opuse*:

- *politică de prețuri înalte*, deci cu o marjă brută ridicată, dar cu o rotație lentă a capitalului economic și un volum al desfacerilor redus (în țările occidentale această strategie este caracteristică investițiilor din centrul orașului);
- *politică de prețuri scăzute*, deci o marjă mai slabă, dar cu o rotație accelerată a capitalului economic și un volum al desfacerilor important (specifică investițiilor situate la periferia orașului).

Dar, rentabilitatea economică poate fi pusă în corelație directă și cu rentabilitatea factorului muncă oferită de rata marjei asupra valorii adăugate (diferența dintre valoarea adăugată și cheltuielile de personal), cu productivitatea activelor fixe (exprimată prin valoarea adăugată ce revine la un leu imobilizări) și cu structura investiției (oferită de coeficientul investițiilor strategice):

$$\frac{EBE}{Cap.economic} = \frac{EBE}{VAD} \times \frac{VAD}{Imobilizări} \times \frac{Imobilizări}{Cap.economic}$$

Scanned with OKEN Scanner

în care:

$\frac{EBE}{VAD}$ = Rata marjei asupra valorii adăugate

$\frac{VAD}{Imobilizări}$ = Productivitatea activelor fixe

$\frac{Imobilizări}{Cap.economic}$ = Gradul de imobilizare al capitalului economic

În consecință, rata rentabilității economice poate fi majorată, fie prin creşterea marjei asupra valorii adăugate, fie prin creşterea activelor fixe, sau prin creşterea gradului de imobilizare al capitalului economic, fie acționând simultan asupra celor trei factori.

Or, se ştie că, *deseori, productivitatea mijloacelor economice tangibile este facilitată de existența şi exploatarea unor active intangibile.* Ceea ce înseamnă că accelerarea rotației activului economic poate fi realizată fără a schimba numitorul raportului numai prin dezvoltarea altui gen de mijloace economice - cele intangibile, care nu sunt reflectate în bilanțul contabil al întreprinderii. Aceste mijloace intangibile vor contribui semnificativ la creşterea cifrei de afaceri, fără a încărca substanțial activul economic „oficial" al întreprinderii. Desigur, pe termen scurt, cheltuielile suportate pentru crearea activelor intangibile vor afecta negativ excedentul brut de exploatare, determinând o scădere a ratei marjei brute de acumulare şi, prin implicație, a nivelului rentabilității economice a întreprinderii. Însă competitivitatea şi valoarea economică a întreprinderii trebuie judecate pe termen lung, într-o perspectivă strategică, căci performanța durabilă nu reprezintă simpla sumă a performanțelor termenelor scurte care alcătuiesc o perioadă îndelungată.

Performanța durabilă este rodul unor efecte de sistem pozitive, respectiv al unor sinergii interne şi externe datorate inclusiv creării şi valorificării activelor intangibile purtătoare de goodwill pentru întreprindere. Un management strategic inspirat se ghidează de principiul prevalenței termenului lung asupra termenelor scurte, iată de ce dihotomia „a investi sau nu în active strategice" este una falsă.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 13

EVALUAREA CAPITALULUI INTELECTUAL (INTANGIBIL)

13.1. Capitalul intelectual (intangibil): semnificație, factori, implicații

Conceptul de capital intelectual este răspunsul dat acutei necesități de a gestiona firma într-o manieră integrată în loc de a administra numai partea sa vizibilă. Capitalul intelectual include toate practicile şi activele care în mod normal nu apar în conturile contabile şi în bilanț, dar şi unele active necorporale (mărci înregistrate, licențe, brevete, etc) care satisfac cerințele contabilității tradiționale. Deşi cunoaşterea este o parte a capitalului intelectual, acesta reprezintă mult mai mult decât simpla cunoaştere. Reputația firmei, potențialul rețelei parteneriale la care are acces, creativitatea resurselor umane, etc sunt dimensiuni reale ale procesului de creare a valorii economice. Trebuie precizată următoarea distincție subtilă: capitalul intelectual nu este bazat pe informații, ci pe cunoaştere. În timp ce informația reprezintă un ansamblu de date structurate, cunoaşterea este un proces personal şi subiectiv ce se alimentează atât din experiențele anterioare, cât şi din evenimentele actuale. Astfel, informația constituie un „stoc" , iar cunoaşterea un proces, un flux. De asemenea, capitalul intelectual înseamnă ceva mai mult decât competențele de bază ale firmei. Competența este o tehnologie, o abilitate sau o activitate cu ajutorul căreia firma reuşeşte să-i furnizeze clientului o valoarea mai mare, creând în acest fel un avantaj competitiv. Capitalul intelectual include atât competențele de bază, cât şi competențele „secundare", dar care oricând pot deveni esențiale pentru competitivitatea firmei. În cele din urmă, deşi acumularea capitalului intelectual este legată de organizarea procesului de învățare individuală şi colectivă, rezultatele

învățării se pot transforma în capital intelectual, adică se pot capitaliza, numai dacă dobândesc capacitatea de a fi aplicate activ în procesul de creare a valorii economice.

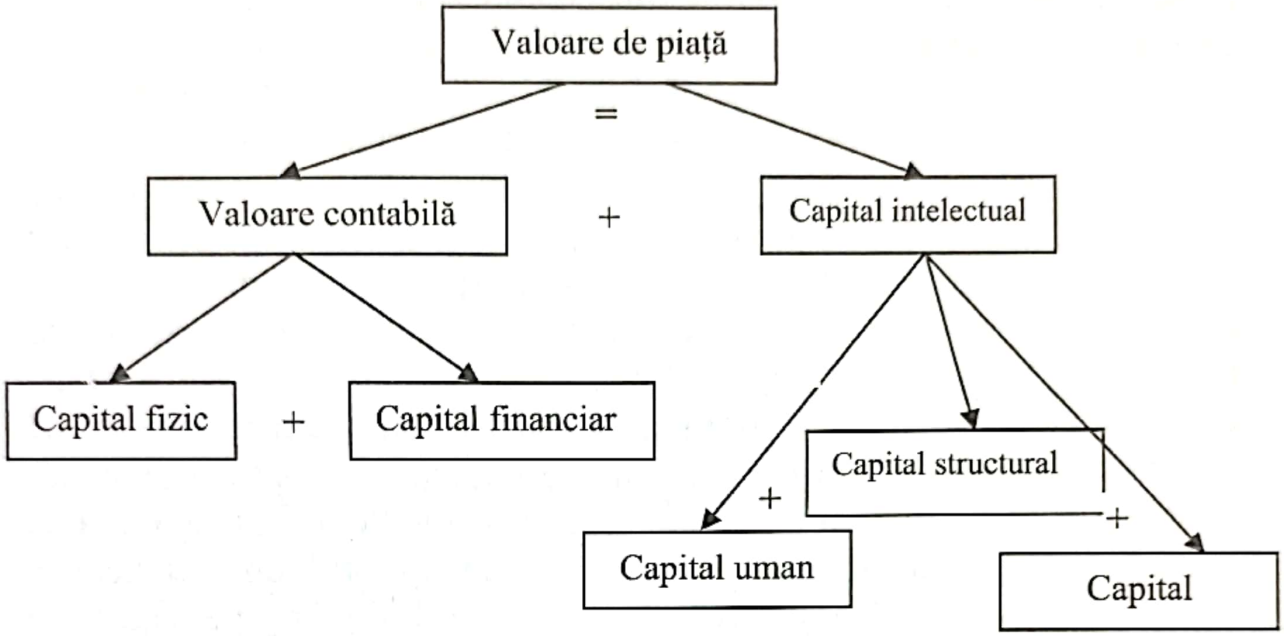


Fig. 11 Modelul Skandia al valorii firmei

Capitalul intelectual înseamnă de fapt toate aceste lucruri – cunoaştere, competenţe, învăţare – precum şi altele ca relaţiile, de exemplu, dar şi interpretarea practică a acestor aspecte. Ar fi o definiţie „pozitivă" a capitalului intelectual. O definiţie „negativă" a capitalului intelectual l-ar caracteriza ca fiind orice lucru care poate crea valoare economică, dar care nu poate fi atins cu mâinile sau calculat direct. Cu alte cuvinte, el este intangibil, reprezentând diferenţa dintre valoarea globală şi valoarea contabilă a firmei.

Pentru a vedea exact ce rol îi revine capitalului intelectual în configurarea valorii globale a firmei este utilă examinarea modelului Skandia a valorii firmei (fig. 11).

Aşadar, *valoarea globală (de piaţă) a firmei este rezultatul însumării valorii contabile şi capitalului intelectual.* În privinţa valorii contabile a firmei, în teoria şi practica economică persistă foarte puţine incertitudini şi neclarităţi. În schimb, provocările cele mai mari şi numeroase sunt în legătură cu structura şi mărimea capitalului intelectual. Se observă că, de regulă, capitalul intelectual are o compoziţie foarte eteroclită, dar care poate fi divizată convenţional în

Scanned with OKEN Scanner

două componente: prima este capitalul intelectual „ce gândeşte" sau capitalul uman, iar cea de-a doua este capitalul intelectual „ce nu gândeşte", format din capitalul structural şi capitalul relaţional. Motivul care determină introducerea acestei diferenţieri este evident: *capitalul uman necesită metode de administrare complet diferite de cele ale capitalului structural sau relaţional.* Această distincţie devine şi mai clară dacă este cercetată în amănunt compoziţia celor trei agregate individuale ale capitalului intelectual.

În primul rând, capitalul uman rezultă din competenţele, atitudinile şi abilităţile intelectuale ale angajaţilor. Pentru fiecare dintre aceste dimensiuni există indicatori specifici de măsurare. De exemplu, competenţele pot fi surprinse cu ajutorul unor date referitoare la ponderea angajaţilor cu diplome superioare/masterale; cunoştinţele angajaţilor în domeniul informaticii; numărul mediu de ore alocate anual pentru formarea unui angajat; cheltuielile medii anuale de formare a unui angajat; durata medie de angajare, etc. Atitudinile angajaţilor pot fi evidenţiate cu ajutorul unor indicatori cum ar fi indicele de motivare sau numărul de ore petrecute de manageri împreună cu angajaţii pentru a le explica strategia sau obiectivele de performanţă. Abilităţile intelectuale ale angajaţilor pot fi evaluate prin intermediul unor mărimi cum ar fi: economiile de costuri obţinute în urma aplicării sugestiilor făcute de angajaţi; numărul de soluţii/produse/proceduri noi sugerate de angajaţi; indicele de diversificare a firmei, etc.

În al doilea rând, capitalul structural al firmei poate fi divizat în capital organizatoric şi capital de inovaţie. Capitalul organizatoric se referă la totalitatea sistemelor, proceselor şi procedurilor care definesc structura internă a operaţiunilor cotidiene, incluzând şi proprietatea intelectuală deţinută de firmă. În concret, acest capital este configurat de structurile organizatorice şi sistemele de control şi gestiune, de totalitatea procedurilor decizionale şi de operare, de procesele operaţionale, de modelele de organizare şi desfăşurare a muncii şi nu în ultimul rând de cultura organizaţională a firmei, de imaginea şi reputaţia acesteia. Câţiva indicatori care ar sugera consistenţa acestui capital ar fi mărimea cheltuielilor totale, ponderea cheltuielilor administrative în cheltuielile totale, timpii de operare totali şi pe diverse faze, numărul de erori procedurale/procesuale, etc. Capitalul de inovaţie reflectă potenţialul de dezvoltare al firmei şi atenţia pe care firma o acordă pregătirii viitorului său. Indicatori cum

Scanned with OKEN Scanner

ar fi ponderea produselor noi în totalul vânzărilor, numărul de mărci noi înregistrate şi lansate, cheltuielile de cercetare-dezvoltare, cheltuielile de marketing (în special cu cercetarea pieţei), cheltuielile şi numărul de ore aferente cursurilor de formare a personalului etc.

În sfârşit, capitalul relaţional exprimă calitatea reţelelor externe de colaborare în care este implicată firma. Este vorba de relaţii cu furnizorii, acţionarii şi pieţele financiare, clienţii, diverşi parteneri, grupurile de presiune socială etc. Ponderea furnizorilor/clienţilor/ partenerilor pierduţi sau refuzaţi într-o anumită perioadă, durata medie a relaţiilor cu furnizorii sau partenerii, gradul de satisfacţie a clienţilor, nivelul de fidelitate a clienţilor, numărul de refuzuri de creditare venite din partea băncilor etc. ar fi numai câţiva indicatori pe baza cărora ne putem forma o imagine despre capitalul relaţional.

13.2. Componentele capitalului intelectual al firmei

Chiar şi numai o succintă examinare a compoziţiei interne a capitalului intelectual (fig. 12) ne permite să tragem următoarea concluzie: nu există decât foarte puţine mijloace de măsurare financiară directă a activelor intangibile ce configurează capitalul intelectual, însă pot fi imaginaţi numeroşi indicatori calitativi care să sugereze indirect mărimea acestui capital.

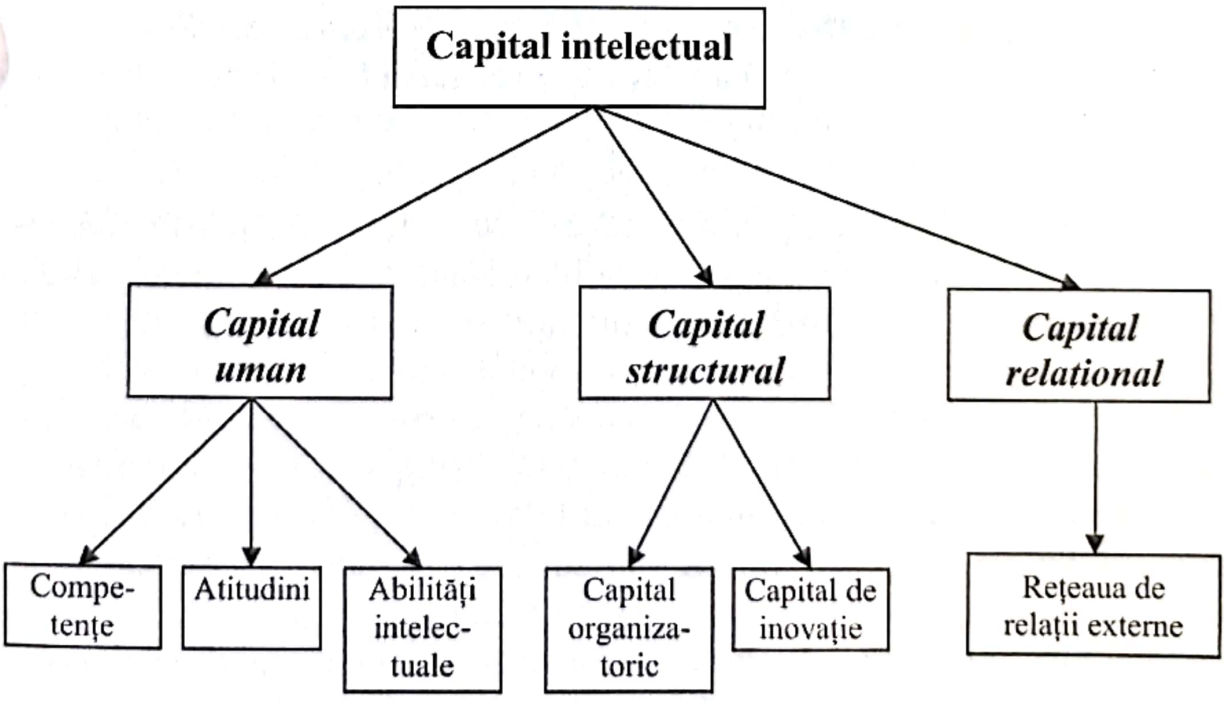


Fig. 12 Structura internă a capitalului intelectual

Scanned with OKEN Scanner

Clarificarea structurii capitalului intelectual este extrem de importantă pentru alegerea indicatorilor de măsurare şi evaluare: selectarea acestor indicatori nu poate fi realizată dacă nu este bine definit ce se doreşte a fi măsurat şi evaluat. *Sarcina managementului firmei constă în a defini acele arii ale capitalului intelectual care au relevanţa cea mai mare pentru firmă.* Acest demers pleacă de la natura şi conţinutul strategiei de afaceri a firmei. Orice strategie defineşte anumiţi factori cheie ai succesului, respectiv acele criterii fundamentale pe care strategia trebuie să le îndeplinească pentru a asigura competitivitatea firmei. Cu alte cuvinte, factorii cheie ai succesului arată acele zone în care firma intenţionează să-şi creeze avantaje competitive solide. În continuare, în funcţie de factorii cheie selectaţi, sunt identificaţi indicatorii în măsură să ofere o descriere cantitativă şi calitativă relevantă a acestor factori. Aceşti indicatori vor sugera acele componente ale capitalului intelectual care trebuie să beneficieze de atenţia prioritară a managementului firmei. Procesual acest demers este schiţat în fig. 13.

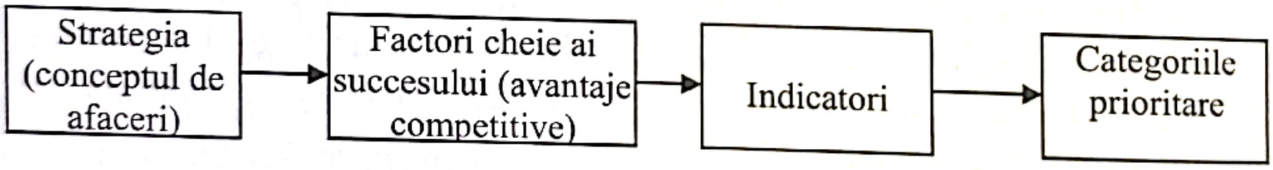


Fig. 13 Identificarea priorităţilor de dezvoltare a capitalului intelectual

De exemplu, compania italiană Mec Track, care fabrică dispozitive de aterizare pentru avioane, a identificat următorii factori cheie ai succesului şi indicatorii corespondenţi:

Scanned with OKEN Scanner

Dezvoltarea capitalului intelectual la Mec Track

Tab. 5

Factori - cheie	Indicatori
1. Produse noi şi clienţi noi	1. Numărul de produse noi 2. Numărul de clienţi noi 3. Ponderea inovaţiilor de succes 4. Numărul de brevete noi înregistrate 5. Numărul de idei aplicate provenite din sugestiile angajaţilor
2. Dezvoltarea relaţiilor cu clienţii existenţi	1. Procentul mediu al afacerilor revenite unui client 2. Numărul mediu de ani ai relaţiei cu clienţii 3. Durata medie a livrărilor către clienţi 4. Numărul mediu de comenzi per client 5. Numărul de clienţi conectaţi electronic
3. Îmbunătăţirea procesului de fabricaţie	1. Productivitatea capitalului şi productivitatea muncii 2. Indicatori de securitate a muncii 3. Indicatori de poluare ambientală 4. Numărul de produse nocive/de risc utilizate 5. Numărul de erori/abateri de la procedurile de asigurare a calităţii 6. Tehnologii, procedee, metode noi asimilate, etc.
4. }mbunătăţirea procesului comercial	1. Productivitatea funcţiei comerciale 2. Numărul de încălcări ale procedurilor comerciale 3. Numărul de modificări în regulile comerciale interne

Natura factorilor cheie ai succesului şi indicatorii aleşi pentru ai descrie sugerează că la Mec-Track este considerată prioritară dezvoltarea capitalului relaţional şi a capitalului de inovaţie.

Capitalul intelectual este, de regulă, rezultatul activităţilor de dezvoltare orientate spre viitor pentru a explora oportunităţi, constituind în acest fel sursa de valoare economică extrasă din procesele de exploatare. *În multe privinţe, capitalul intelectual are rolul de legătură între cele două dimensiuni manageriale principale: gestiunea pe termen scurt a patrimoniului economic şi dezvoltarea potenţialului de competitivitate durabilă a firmei.* Asumarea unei perspective centrate pe capitalul intelectual în loc de a se concentra pe administrarea operaţională a patrimoniului economic – ca moduri alternative de creare a valorii economice – îi obligă pe manageri să examineze permanent această dublă orientare temporală. În timp ce performanţele financiare recompensează frecvent rentabilitatea orien-

Scanned with OKEN Scanner

tată pe termen scurt, capitalul intelectual demonstrează într-o manieră fără echivocuri posibilitatea realizării unor compensații eficiente între prezent și viitor.

În prezent, punctul de referință în conturarea competitivității firmei este reprezentat de activitățile „inteligente", de concepție și de inovație. Desigur, capitalul fizic și financiar nu trebuie subestimat. Însă trebuie să înțelegem că acesta este doar un mijloc, o condiție necesară, dar nu și una suficientă pentru crearea de valoare economică. Valoarea reală a firmei trebuie estimată plecând de la potențialul de competitivitate viitoare. Iar acest potențial își trage dinamismul din calitatea capitalului intelectual. În consecință, capitalul intelectual trebuie privit ca principala măsură a fiabilității proiectelor imaginate de firmă, oricare ar fi ele.

13.3. Măsurarea (metrica) capitalului intelectual

Mutațiile survenite în ultima perioadă în structura atât a economiilor dezvoltate, cât și a celor emergente (inclusiv cea românească) obligă la reconsiderarea din temelie a mecanismelor dezvoltării economice. Capitalul intelectual, format din activele intangibile, este recunoscut ca principal factor care determină dinamica economică. Gestiunea eficace a capitalului intelectual, ca și a oricărei alte resurse nu este însă posibilă fără instrumente fiabile de măsurare și evaluare. Ipoteza de bază a tuturor modalităților de evaluare a capitalului intelectual elaborate recent consideră cunoașterea ca fiind principala resursă a organizațiilor economice, întrucât constituie „materia primă" pentru învățare și adevărata sursă a avantajelor competitive și diferențierii strategice. În acest context, cunoașterea nu trebuie confundată cu informația, deși este strâns legată de ea. Cunoașterea nu poate exista în afara oamenilor, aceștia fiind purtătorii ei. În firme, cunoașterea poate fi dobândită sau creată, generând altă cunoaștere, esențială pentru orice inovație. De asemenea, ea poate fi explicită și ușor de comunicat și codificat sau tacită, fapt care face mult mai dificilă transmiterea sau sistematizarea ei, cum este cazul, de exemplu, experienței, atitudinilor sau normelor etice.

Este unanim recunoscut că *structura capitalului intelectual este ternară,* fiind configurată din trei mari blocuri, toate având sorginte

Scanned with OKEN Scanner

umană: capitalul uman propriu-zis, capitalul relațional și capitalul structural.

Principalele elemente intangibile ale capitalului uman sunt:

1. Structura personalului pe profesiuni și calificări;
2. Satisfacția personalului;
3. Leadershipul (talente de lider);
4. Competențe deținute de membrii personalului;
5. Stabilitatea personalului;
6. Abilitățile de muncă în echipă;
7. Modalitățile de îmbunătățire a competențelor;
8. Capacitatea de inovație a persoanelor și echipelor, etc.

Capitalul relațional evidențiază, printre alte posibilități, importanța următoarelor elemente intangibile:

1. Proximitatea piețelor;
2. Portofoliul de clienți;
3. Fidelitatea clienților;
4. Procesele de sprijin și servire a clienților;
5. Intensitatea relațiilor cu clientela și satisfacția acesteia;
6. Reputația și renumele firmei;
7. Notorietatea mărcilor;
8. Numărul și intensitatea alianțelor strategice la care este afiliată firma;
9. Relațiile cu furnizorii și alți terți;
10. Capacitatea de îmbunătățire și regenerare a relațiilor, etc.

Perspectiva capitalului structural consideră firma ca un ansamblu de procese prin care este dobândită, dezvoltată, difuzată și utilizată cunoașterea. Acest capital include următoarele elemente intangibile:

1. Cultura organizațională a firmei;
2. Structura organizatorică;
3. Filozofia afacerii;
4. Procesele de reflecție și decizie strategică;
5. Tehnologia proceselor și produselor;
6. Proprietatea intelectuală;
7. Procesele de dobândire și creare a cunoașterii organizaționale;
8. Procesele de transmitere și comunicare a cunoașterii organizaționale;
9. Tehnologiile informaționale;
10. Organizarea inovației și managementul schimbării.

Scanned with OKEN Scanner

În tabelele 6, 7 şi 8 sunt prezentate câteva grupe de indicatori cu ajutorul cărora poate fi urmărită structura ternară a capitalului intangibil:

Indicatori de capital uman

Tab. 6

Capital uman		
A.Tipologia personalului (% din total pe firmă):		
1.Persoane-cheie 2.Persoane greu substituibile 3.Manageri 4.Personal auxiliar 5.Personal cu normă întreagă	6.Subcontractaţi 7.Personal provizoriu 8.Deţinători diplome master 9.Studii superioare 10.Studii medii	11.Specializări tehnice 12.Peste 40 ani 13.Raportul bărbaţi/femei
B.Competenţele personalului:		
1.Nr. de competenţe 2.Nr. de competenţe/costul personalului 3.Raport angajaţi efectiv-necesar 4.Persoane ce nu au competenţele necesare	5.Rotaţia orizontală a personalului 6.Nr. de schimbări acumulate 7.Punctarea competenţelor	8.Nr. de cunoştinţe 9.Calificări acoperite prin examene de specialitate 10.Experienţa medie în ani
C.Munca în echipă (cifre absolute şi % din total):		
1.Indicele capacităţilor 2.Persoane în echipe 3.Indicele generării de echipe	4.Echipe stimulate (remunerate) 5.Echipe multifuncţionale 6.Echipe interdepartamentale	7.Idei generate de echipe 8.Reducerea timpilor de execuţie 9.Realizarea obiectivelor de echipă
D.Stabilitatea personalului (cifre absolute şi indici):		
1.Rotaţie absolută 2.Rotaţie comparativă	3.Vârsta medie a managerilor 4.Remunerare medie	5.Vechime medie
E.Îmbunătăţirea competenţelor		
1.Ore de formare total 2.Cheltuieli de formare per angajat 3.Cheltuieli de formare/cifră de afaceri	4.% angajaţilor antrenaţi în programe de formare 5.Competenţe/cheltuieli de formare	6.Proiecte inovatoare/proiecte generate
F.Capacitate de inovaţie		
1.Angajaţi cu vârsta de peste 60 de ani 2.Angajaţi cu vârsta sub 30 de ani 3.Calificări tehnice/calificări umaniste	4.Naţionalităţi prezente 5.Sugestii formulate	6.Sugestii implementate/ realizate

Scanned with OKEN Scanner

Indicatori de capital relațional

Tab. 7

Capital relațional		
A.Baza de clienți:		
1.Vânzări pe segmente de clienți 2.Vânzări pe segmente/ vânzări pe total 3.Vânzări per client 4.Nr. clienți	5.Nr. de clienți care acoperă primele 50% din vânzări facturate 6.Linii de produse 7.Nr. de țări/regiuni/zone în care este prezentă firma	8.Nr. de țări/regiuni/zone în primele 50% de vânzări facturate 9.Rentabilitate per segmente 10.Rentabilitate per client
B.Loialitatea clienților:		
1.Vechimea medie a clienților 2.% vânzări aferent clienților cu vechimea peste cea medie	3.Vârsta medie a clienților 4.Rotația clienților	5.Frecvența repetiției vânzărilor
C.Intensitatea relației cu clienții:		
1.Nr. de proiecte comune 2.Nr. de reuniuni comune 3.Nr. de cercetări/investigații comune	4.Reducerea erorilor per colaborare 5.Reducerea cheltuielilor per colaborare 6.Nr. de contacte telefonice/electronice cu clientul	7.Reducerea timpului de livrare per colaborare 8.Indicele calității contactelor
D.Satisfacția clientului:		
1.% pierderi de clienți pe an 2.Nr. refuzuri din partea clienților	3.Cota de piață per segment de clienți 4.Prețuri practicate/prețuri concurente	5.Rentabilitate vânzărilor
E.Servicii și asistență acordată clienților:		
1.Nr. de apeluri de asistență din partea clienților 2.Timpul mediu de așteptare a clientului	3.Nr. de angajați afectați serviciului 4.Nr. mediu de vizite la client/ angajat service	5.% de plângeri rezolvate 6.Cheltuieli cu service-ul și asistența clienților
F.Formarea clienților:		
1.Programe de formare a clienților 2.Cheltuieli de formare 3.Acțiuni de formare	4.Clienți interesați 5.Sugestii aplicate/sugestii primite de la clienți	6.Consultații acordate clienților 7.Actualizarea bazelor de clienți 8.Forumuri de dezbateri
G.Proximitatea pieței		
1.Puncte de relații cu clienții 2.Penetrarea pe zone	3.Rentabilitatea per sucursală /agenție/punct de lucru 4.Timp de livrare	5.Indicele de notorietate per zone 6.Zone fără sucursale,etc.
H.Notorietatea brandurilor (mărcilor):		

Scanned with OKEN Scanner

1.Indicele de audienţă a mărcii 2.Indicele de audienţă a mărcilor concurente	3.Supraprețuri per marcă 4.Mărci eşuate/mărci de succes	5.Cheltuieli de creare a mărcii/venituri datorate mărcii
I.Renumele firmei:		
1.Cota de piaţă 2.Salariu mediu/salariu mediu la concurenţi	3.Solicitări primite din partea unor responsabili din alte sectoare	4.Indici bazaţi pe anchete 5.Poziţii ranking
J.Aliaţele strategice:		
1.Nr. de alianţe stabilite 2.Nr. de alianţe eşuate 3.Nr. de alianţe strategice/ total 4.Nivelul contactelor 5.Vânzări/costuri alianţă	6.Reducerea costului serviciilor 7.Indicele notorietăţii mărcilor 8.Timp de lansare 9.Angajaţi proprii detaşaţi la alianţă 10.Angajaţi aliaţi detaşaţi la firmă	11.Produse dezvoltate împreună 12.Tehnologii dezvoltate împreună 13.Canale de distribuţie exploatate împreună 14.Programe de formare comune
K.Relaţiile cu furnizorii:		
1.Nr. de proiecte comune 2.Angajaţi ai furnizorilor detaşaţi la firmă 3.Angajaţi ai firmei detaşaţi la furnizori 4.Nr. de contacte personale 5.Nr. de contacte instituţionale	6.Nivelul ierarhic al contactelor 7.Nr. de documente generate 8.Sisteme informatice şi baze de date comune	9.Reducerea costurilor şi erorilor de execuţie 10.Reducerea timpului şi cheltuielilor de aprovizionare
L.Îmbunătăţirea bazei de clienţi:		
1.Cheltuieli de publicitate şi promovare 2.Cheltuieli de promoţie şi marketing 3.Vizite comerciale/client	4.Prezenţa la târguri 5.Conferinţe şi dezbateri 6.Articole în reviste de specialitate 7.Investiţii în formare 8.Ţinte de vânzări	9.Noi aplicaţii ale produselor /tehnologiilor 10.Venituri asigurate de noii clienţi 11.Rentabilitatea pieţelor 12.Propuneri acceptate/emise

Scanned with OKEN Scanner

Indicatori de capital structural

Tab. 8

Capital structural		
A.Structură organizatorică		
1.Nivele ierarhice per obiectiv strategic 2.Angajaţi/Manageri	3.Chelt. de subcontractare raportate la vânzări 4.Număr de schimbări organizaţionale introduse	5.Active străine folosite
B.Proprietate intelectuală		
1.Patente/licenţe/brevete 2.Investiţii în protecţia proprietăţii intelectuale	3.% de vânzări patentate/total 4.Rentabilitatea proprietăţii intelectuale	5.Cheltuieli C-D/Nr. de patente 6.% de patente strategice
C.Tehnologia produsului		
1.Vânzări per linie de produs	2.Nr. linii produse 3.Rentabilitate per linie	4.Nr. de produse omologate
D.Tehnologia de proces		
1.EBIT/unitate de profit 2.Reducerea timpului de proces 3.Reducerea costului de producţie/angajat	4.Reducerea costului de producţie/unitate de produs 5.Reducerea stocurilor 6.Procese omologate 7.Cheltuieli de mentenanţă/Vânzări	8.Amortizarea fizică şi morală a echipamentelor 9.Costuri de înlocuire a echipamentelor 10.Cumpărări de echipamente/Dezvoltarea propriilor echipamente
E.Captarea şi transmiterea cunoaşterii		
1.Nr. de consultări a unor baze de date specializate 2.Timpul de consultare a bazelor de date 3.Rotaţia internă 4.% vânzări realizate de echipe interdepartamentale	5.Frecvenţa consultării bazelor de date 6.Reducerea erorilor repetitive 7.Reducerea timpului de lansare a proiectelor 8.Reducerea cheltuielilor administrative 9.Reducerea timpului de luare şi transmitere a deciziilor 10.Reducerea timpului de raportare a rezultatelor	
F.Tehnologii informaţionale		
1.Nr. PC/angajat 2.Investiţii IT/angajat 3.Formare IT/investiţii totale 4.Reducerea cheltuielilor administrative	5.Consultaţii solicitate www 6.Consultaţii repetate www 7.Procese disponibile www	
G.Procese de inovaţie		
1.Nr. proiecte de inovaţie 2.Timp mediu de dezvoltare produs 3.Timp mediu dezvoltare metodologie/ procedee 4.Timp mediu dezvoltare tehnologie/ procedee 5.% clienţi satisfăcuţi în primul an de colaborare 6.Cheltuieli C-D/cheltuieli de producţie	7.Nr. de lansări per an 8.Marja brută de acumulare produse noi/ produse vechi 9.Cost produse noi/produse vechi 10.Nr. de îmbunătăţiri ale proceselor	

Scanned with OKEN Scanner

Formarea şi manifestarea capitalului intelectual sunt caracterizate, în raport cu alţi factori economici la dispoziţia firmei, prin anumite particularităţi. Trebuie să se ţină cont de faptul că, *prin excelenţă, capitalul intelectual reprezintă un fenomen deschis şi flexibil şi, din acest motiv, în nici un caz nu este caracterizat prin relaţii exhaustive sau exclusive.* Numărul şi calitatea indicatorilor care reflectă situaţia prezentă şi perspectivele de evoluţie a elementelor intangibile sunt de asemenea variabile şi deschise. De exemplu, în Modelul Intellect dezvoltat de spaniolii Bueno şi Azúa se face referinţă la circa 200 de indicatori distribuiţi între cele trei blocuri ale capitalului intelectual şi care reprezintă în principal măsurători nonfinanciare deşi există indicatori financiari, indici şi ponderi care pot fi combinate.

13.4. Modele calitative ale capitalului intelectual al firmei

Modelele calitative ale capitalului intelectual au apărut ca reflecţie a însăşi naturii subtile şi volatile a acestei resurse strategice. Însă aceste modele sunt criticate atât pentru unele din aspectele lor descriptive, cât şi pentru cele prescriptive mai ales datorită faptului că măsurătorile pe care le folosesc par a fi extrase din contextul pe care pretind că îl reprezintă. *O situaţie care reflectă capitalul intelectual trebuie să constituie ceva mai mult decât o simplă listă de indicatori.* Astfel, dacă situaţiile financiare pot fi normalizate şi standardizate, supuse unor controale instituţionale şi folosite curent pentru luarea deciziilor, permiţând lecturi şi interpretări omogene, acelaşi lucru nu se întâmplă şi cu situaţiile privind capitalul intelectual din simplul motiv că acestea nu pot fi citite direct şi uşor, aşa cum este cazul situaţiilor financiar-contabile. Pe de altă parte, *dacă măsurătorile şi evaluările nu fac posibile gestiunea şi luarea deciziilor privind utilizarea resurselor, atunci ele nu au pur şi simplu nici un sens.* Sunt argumente care sugerează că un tablou „bun" al capitalului intelectual trebuie să faciliteze măsurarea şi gestiunea cunoaşterii şi a celorlalte active intangibile ale firmei.

În mod evident, pentru a face posibilă lectura unui raport privind capitalul intelectual este necesar ca structura acestui raport să includă referinţe atât la contextul activităţilor desfăşurate de firmă, cât şi indicatori specifici care să surprindă starea diferitelor elemente

Scanned with OKEN Scanner

intangibile. Contextul activităților poate fi descris narativ, incluzând strategia de gestiune a cunoașterii, aspirațiile și obiectivele dorite a fi atinse cu ajutorul acestei strategii. Indicatorii specifici au rolul de a facilita realizarea obiectivelor. Din această perspectivă, *indicatorii de capital intelectual nu măsoară și nici nu explică diferența dintre valoarea de piață și valoarea contabilă a firmei, precum nici nu oferă o valoare a acesteia exprimabilă în termeni strict financiari.* În schimb, ei au rolul de a dirija acțiunile și deciziile managementului care au potențialul de a modifica atât valoarea de piață, cât și valoarea contabilă. În acest fel, *tabloul capitalului intelectual completează și nuanțează informațiile deținute în situațiile financiar-contabile.*

Indicatorii modelului tripartid al capitalului intelectual, pe care l-am descris mai sus, reprezintă mijloace de gestiune a cunoașterii pe baza unei strategii coerente. Mouritsen și alții accentuează acest aspect atrăgând atenția asupra relațiilor strânse și complementarităților existente între capitalul uman, capitalul relațional și capitalul structural, care nu trebuie tratate doar ca elemente ale capitalului intelectual, ci nu în ultimul rând ca pârghii de mobilizare a strategiei de gestiune a cunoașterii. Din acest motiv, nu există separabilitate, coerență internă și funcționalitate proprie în fiecare dintre cele trei categorii de capital. Nu există schimbări care să afecteze numai capitalul uman sau cel structural sau cel relațional. De exemplu, o informație despre lucrători nu vorbește numai despre aceștia, ci se referă și la tehnologii, și la relațiile cu terții și la alte circumstanțe. În acest fel, capitalul intelectual al firmei este unitar, iar relațiile dintre elementele intangibile ce-l configurează nu sunt numai de natură funcțională, ci și organice.

Ca un neajuns esențial, se poate observa că modelul ternar al capitalului intelectual furnizează informații despre resursele intangibile disponibile, însă nu deține potențialul analitic al situațiilor financiare întrucât nu oferă repere sigure pentru o analiză aprofundată a rentabilității, solvabilității și lichidității. Pentru a îndepărta acest neajuns metodologic este nevoie de a completa tabloul capitalului intelectual, în interiorul fiecărei categorii, după recomandarea lui Sveiby, cu dimensiuni cum ar fi stabilitatea, eficiența și creșterea sau regenerarea resurselor intangibile. Acestea pot fi aspecte exprimate cu ajutorul unor valori absolute sau ponderi și indici, care să caracterizeze activitățile întreprinse de firmă pentru a-și dezvolta și îmbogăți resursele intangibile. Rezultatele, activitățile și resursele sunt

Scanned with OKEN Scanner

cele trei dimensiuni care trebuie incluse în cele trei categorii de capital intangibil – uman, relațional, structural – pentru a-i conferi modelului ternar o solidă capacitate analitică și normativă (decizională).

Situațiile financiare permit formularea unor prescripții, iar analiza lor vizează rentabilitatea, care este un rezultat; de asemenea, lichiditatea care reprezintă expresia fluxurilor de activitate; și solvabilitatea, care reflectă resursele structurale, respectiv raportul dintre active și pasive pe diferite intervale de timp. Tabloul capitalului intelectual trebuie adus, din perspectiva capacității sale normativ-analitice, foarte aproape de potențialul similar al situațiilor financiar-contabile. Așadar, în primul rând, este nevoie de un ansamblu de indicatori care să caracterizeze cantitatea și calitatea resurselor intangibile umane, structurale și relaționale. În al doilea rând, trebuie elaborat un sistem de indicatori care să evidențieze modul de utilizare și dezvoltare a acestor resurse în cadrul activităților desfășurate de firmă. În sfârșit, sunt necesare mijloace fiabile de măsurare a rezultatelor obținute. În această ordine de idei, Mouritsen și alții propun o variantă a modelului capitalului intelectual, având următoarea schemă de principiu:

Un model dinamic al capitalului intelectual

Tab. 9

Gestiunea cunoașterii	*Specificarea rezultatelor dorite*	*Estimarea rezultatelor*	*Gestiunea resurselor*
Modalități	*Competențe*	*Calități*	*Portofoliu*
	Rezultate	Activități	Resurse
Angajații	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele
Clienții și terții	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele
Procese	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele
Tehnologii	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele	- Indicator 1 - Indicator 2 - Indicator 3 - Altele

Scanned with OKEN Scanner

Se observă că modelul are o dimensiune verticală formată din patru arii dominante funcționale implicate în gestiunea cunoașterii organizaționale: angajații, clienții și terții, procesele și tehnologia; de asemenea are și o dimensiune orizontală formată din cele trei aspecte ce caracterizează gestiunea practică a cunoașterii: rezultatele, activitățile și resursele.

Indicatorii din coloana resurse furnizează referințe despre structura necesară a portofoliului de resurse, descriind volumul, diversitatea, complexitatea și relațiile dintre resursele intangibile cele mai stabile, cum ar fi numărul de angajați, mărimea comenzilor lansate de clienți, tipul de procese utilizate, etc. Indicatorii din coloana următoare, din stânga, se referă la activitățile de valorificare a resurselor intangibile, activități prin care resursele devin utile pentru firmă și generează efecte pozitive în zonele specifice angajaților, clienților, proceselor și tehnologiei, consolidând în continuare performanțele economice ale firmei. Aceste activități pot fi eliminări, actualizări, achiziții, dezvoltări, îmbunătățiri de resurse, cum ar fi de exemplu: training-uri de personal, investiții în optimizarea unor procese, diversificarea portofoliului de clienți, etc. În cele din urmă, sunt indicatorii de rezultate care permit cunoașterea eficacității deciziilor privind eficiența utilizării resurselor și activităților, relevând măsura în care aceste decizii și-au atins finalitățile.

Un astfel de model reprezintă, prin însăși structura sa, un tablou input-output, întrucât rezultatele formează un gen de rețea interconectată, care poate fi reprezentată cu ajutorul unei varietăți de tabele de indicatori, rețea care este strâns conectată la activități și resurse, de asemenea organizate în rețele. Pentru a ilustra tipul de relații care se pot stabili între rezultate, activități și resurse intangibile, prezentăm în continuare un exemplu simplificat de tablou al capitalului intelectual:

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu de model dinamic al capitalului intelectual

Tab. 10

Gestiunea cunoaşterii	*Specificarea rezultatelor dorite*	*Estimarea resurselor*	*Gestiunea resurselor*
	Competenţe	**Calităţi**	**Portofoliu**
	Rezultate	*Activităţi*	*Resurse*
Angajaţi	Satisfacţie	Formare	Îndemânări
Clienţi şi terţi	Fidelitatea clienţilor	Eforturi de marketing	Nr. clienţilor importanţi
Procese	Timpi operaţionali	Îmbunătăţirea fiabilităţii	Număr de procese
Tehnologii	Certificări	Investiţii în sistemul de monitorizare automată	Baze de date şi reţele de calculatoare

Asemănările dintre modelul Mouritsen şi situaţiile financiare pot fi sintetizate în felul următor:

Contabilitatea financiară şi Modelul dinamic al capitalului intelectual

Tab. 11

Aspecte	*Contabilitatea financiară*	*Gestiunea activelor intangibile*
Rescrie	Tranzacţii clasificate în cheltuieli, venituri, plăţi, încasări, active şi pasive	Tranzacţii referitoare la angajaţi, clienţi şi terţi, procese şi tehnologii
Prescrie	Rentabilitate, lichiditate, solvabilitate şi riscuri	Acţiuni asupra portofoliului de resurse intangibile şi acţiuni de estimare a acestor resurse, măsurarea efectelor

Cu ajutorul acestui model poate fi surprinsă şi prezentată situaţia capitalului intelectual la un moment dat. Modelul trebuie utilizat numai prin raportarea permanentă la strategia urmată de firmă în domeniul resurselor cognitive. Pentru a creşte relevanţa informaţiilor conţinute, tabloul capitalului intelectual va include date pentru ultimele trei exerciţii consecutive. Tabloul complet va conţine de asemenea, fundamentele, eforturile şi rezultatele obţinute de firmă în gestiunea cunoaşterii. Fundamentele nu sunt altele decât cultura organizaţională şi strategia de afaceri a firmei. Eforturile întreprinse vizează activităţile de dezvoltare a persoanelor, proceselor şi infrastructurii de afaceri. Rezultatele vor reflecta progresele în domenii cum ar fi portofoliul de clienţi, angajaţii, inovaţia şi relaţiile firmei cu mediul său. Unii analişti recomandă anexarea la tabloul

Scanned with OKEN Scanner

capitalului intelectual a rapoartelor financiar-contabile normalizate şi auditate, care menţionează rezultatele şi parametrii financiari strâns legaţi de funcţionarea activelor intangibile ale firmei. În tab. 12 este prezentată adaptarea modelului dinamic pentru sectorul software:

Indicatori ai modelului dinamic CI pentru industria Software

Tab. 12

	Efecte	Activităţi	Resurse
Angajaţi	Îmbolnăviri Satisfacţie generală Satisfacţie la locul de muncă Participări în proiecte	Zile de formare Investiţii în formare Dimensiunea echipelor Vârstă medie	Număr Timp complet Distribuţie pe sarcini Studii superioare Master şi doctorat Experienţă Experienţă medie
Clienţi şi terţi	Satisfacţie Durata relaţiei Clienţi noi Clienţi strategici noi	Vizite la clienţi Proiecte comune	Vânzări produse Licenţe vândute Proiecte în curs Exporturi
Procese	Dezvoltare software Indicele benchmarking Produse proprii Eficacitatea serviciului telefonic Platforme compatibile Calitate Eficacitate economică Certificări	Investiţii C/D Investiţii în inovaţii Produse noi Procese noi Erori de proces Durata proceselor Schimbări introduse	
Tehnologia	Satisfacţia angajaţilor Vizite web	Investiţii în echipamente Investiţii în periferice	Nr. de PC per angajat Spaţii birouri Număr servere

13.5. Modele cantitative ale capitalului intelectual al firmei

Modelele cantitative ale capitalului intelectual încearcă să satisfacă nevoia de a dispune de informaţii cu un grad ridicat de precizie. În numeroase situaţii este totuşi necesară o exprimare financiară sintetică a capitalului intelectual pentru a nu introduce confuzie în raţionamentele acţionarilor şi investitorilor. O variantă originală a unui model cantitativ al capitalului intelectual a fost elaborată de Feng şi Lev. Acest model îşi propune să măsoare

Scanned with OKEN Scanner

valoarea activelor intangibile nu individual, ci în ansamblul lor. În acest fel, se încearcă, prin includerea unui nou element cheie – valoarea financiară a intangibilelor, creşterea fiabilităţii calculelor de rentabilitate, lichiditate şi solvabilitate utilizate în prezent de către analişti. Or, în multe cazuri această fiabilitate are de suferit din moment ce activele intangibile, recunoscute ca surse fundamentale (inductori) de valoare economică pentru firme, sunt excluse din analiză.

Pentru a îndrepta insuficienţele informaţionale ale indicatorilor de rentabilitate, lichiditate şi solvabilitate, date de excluderea valorii activelor intangibile, analiza financiară tradiţională a reacţionat de regulă prin examinarea raportului valoare de piaţă-valoarea contabilă a firmei. Însă şi valoarea acestei rate este viciată de absenţa în contabilitatea financiară a unor cifre esenţiale privind resursele, activităţile şi rezultatele intangibile, care nu erau relevante pentru economia de tip industrial în care s-au născut şi dezvoltat sistemele contabile moderne.

Modelele de evaluare a capitalului intelectual ce se bazează pe diferenţa dintre valoarea de piaţă şi valoarea contabilă pornesc de la premisa că însăşi existenţa acestei diferenţe denotă un ansamblu de elemente intangibile care nu sunt cuprinse în cifrele contabile. Aceste elemente justifică existenţa unui capital intangibil acumulat şi, prin urmare, a unui randament generat de el. Mărimea diferenţei menţionate constituie obiectul acestui gen de modele. Factori speculativi, „zgomotele" informaţionale ale pieţei şi complexitatea elementelor ce influenţează valoarea diferenţei, conduc împreună la situaţii non-exacte, având un suport aleatoriu, non-determinist.

Expresia iniţială de la care sunt dezvoltate modelele de evaluare este foarte simplă şi foarte cunoscută:

$$VP = VC + CI$$

în care:
VP = valoarea de piaţă a firmei
VC = valoarea contabilă a firmei
CI = capitalul intelectual sau ansamblul activelor intangibile ale firmei.

Este cert faptul că, în relaţia de mai sus, valoarea de piaţă echivalează cu o valoare globală a firmei, iar capitalul intelectual

Scanned with OKEN Scanner

exprimat financiar ar fi similar goodwill-ului. Din expresia inițială putem deduce că:

$$CI = VP - VC.$$

Ultima relație scoate în evidență faptul că principalul element explicativ al diferenței de valoare ar fi capitalul intelectual; însă este foarte bine cunoscut că asupra valorii de piață influențează un număr atât de mare de variabile, încât în mod obiectiv se afirmă necesitatea individualizării tuturor factorilor care produc fluctuații speculative, precum şi a factorilor care nu sunt relevanți pentru formarea capitalului intelectual al firmei. Sunt rațiuni pentru care expresia anterioară dobândeşte forma:

$$VP - VC = CI_e + (CI_{ne} + FS)$$

în care:
CI_e = CI explicit
CI_{ne} = CI non-explicit
S = factor speculativ.

Definiția capitalului intelectual utilizată de acest model este cea care include capitalul uman, capitalul relațional şi capitalul structural, tratând în ansamblu alte elemente care au o incidență slabă, denumite capital non-explicit, care poate fi pozitiv sau negativ. Ultima aserțiune este exprimată în felul următor:

$$CI = CI_e + CI_{ne}$$

Pentru determinarea capitalului intelectual explicit sunt utilizați atât indicatori absoluți (C), cît şi relativi (i), aceştia din urmă având funcția de evidențiere a eficienței folosirii indicatorilor absoluți, astfel încât:

$$CI_e = C \times i.$$

Trebuie precizat că i reprezintă o medie aritmetică a diferitelor valori relative. Capitalul intelectual poate fi descompus în componente specifice cum ar fi capitalul uman, capitalul relațional şi capitalul structural, iar fiecare din aceste elemente poate fi la rândul său

Scanned with OKEN Scanner

decupat în alte elemente care, de regulă, privesc procesele, domeniul comercial, inovația și comunicarea. În final, modelul îmbracă următoarea formă matematică:

$$P - VC = CI = \alpha(C_h i_h) + \beta[a(C_p i_p) + b(C_i i_i)] + \delta[c(C_m i_m) + d(C_c i_c)] + (C_{ne} + FS)$$

În relația de mai sus, i constituie indicele mediu de eficiență a fiecărui tip de capital intangibil (uman, relațional, structural). Semnificația notărilor este următoarea h = resurse umane, p = procese, i = inovație, m = commercial, c = comunicațional.

Coeficienții cuantifică distribuția structurală a fiecărei componente, semnalând variația valorii diferenței (VP – VC) pentru fiecare unitate monetară de variație a capitalului.

(CI_{ne} + FS) este o variabilă aleatorie într-un model bazat pe ipotezele „zgomotului alb", covariațe nule și variațe constante.

Modelul descris surprinde în esență diverse influențe exercitate asupra diferenței (VP - VC), însă folosit în medii economice turbulente se pare că nu mai este fiabil.

În scopul perfecționării modelului, Lev a propus o nouă metodologie bazată pe funcțiile de producție, astfel încât capacitatea de producție a unei firme la un moment dat este rezultatul a trei tipuri de intrări: fizice, financiare și intangibile.

$$CE = \alpha AF_1 + \beta AF_2 + \delta AI$$

Capacitatea economică a firmei CE este determinată de activele fizice AF_1, activele financiare AF_2 și de activele intangibile AI. Coeficienții α, β, și δ reprezintă contribuția unei unități din fiecare tip de active la capacitatea economică a firmei. Prin capacitate economică se înțelege suma profiturilor economice obținute la un moment dat, excluzând profiturile atipice și extraordinare, dar incluzând câștigurile viitoare și creșterile potențiale. Acest mod de calcul surprinde esența însăși a activelor intangibile: capacitatea de a genera creștere. Dacă valorile AF_1 și AF_2 sunt extrase din situațiile financiar-contabile ale firmei, valoarea capitalului intangibil se determină în felul următor:

1. Profituri prezente + Profituri viitoare = Profituri normalizate sau Capacitatea economică

Scanned with OKEN Scanner

2. Profituri normalizate – Reveniri asupra activelor fizice – Reveniri asupra activelor financiare = Profituri datorate activelor intangibile

3. Prin capitalizarea profiturilor datorate activelor intangibile se ajunge la valoarea acestora.

Calculul profiturilor normalizate se face prin stabilirea profitului mediu pentru ultimii 3-5 ani, obținut din activitatea de exploatare, şi a profiturilor sperate pentru următorii 3-5 ani. Pentru estimarea coeficienților α şi β se utilizează diverse criterii: valori medii stabilite pentru firmele-lider din sector, estimări ale experților pentru o firmă concretă în funcție de anumite condiții ale pieței activelor fizice şi financiare. Coeficientul δ este estimat în funcție de riscurile asociate previziunilor profiturilor viitoare. Acest coeficient este folosit pentru capitalizarea profiturilor atribuibile activelor intangibile şi determinarea pe această cale, a valorii lor.

Valoarea activelor intangibile reprezintă capitalul intangibil sau capitalul intelectual sau capitalul cunoaşterii. Profiturile datorate activelor intangibile mai pot fi denumite şi *profituri ale cunoaşterii.* Rata valoare de piață / valoare contabilă se modifică prin încorporarea în numărător a capitalului intangibil. Valoarea activelor fizice şi financiare formează valoarea contabilă sau activul net contabil la care se adaugă valoarea calculată a intangibilelor ce nu figurează în bilanț, obținându-se valoarea globală (*comprehensive value*).

Pe baza valorii capitalului intelectual şi a profiturilor datorate activelor intangibile apare posibilitatea stabilirii acelor rezultate, activități şi resurse intangibile care au o incidență substanțială asupra generării performanțelor. Acest proces se poate finaliza prin identificarea detaliată şi cuantificarea factorilor intangibili având o relevanță strategică, astfel încât luarea deciziilor de investiții să fie facilitată.

13.6. Aplicație rezolvată

Valențele analitice ale coeficientului intensității creării de valoare economică (coeficientul α) le vom reliefa pe exemplul firmei Soft Intergraphix SRL.

Firma Soft Intergraphix SRL are sediul în Bucureşti. Afacerea a demarat ca magazin de calculatoare şi consumabile, având doi

Scanned with OKEN Scanner

asociaţi, ambii absolvenţi ai Facultăţii de Informatică. În primii ani de existenţă afacerea a avut proporţii şi performanţe destul de modeste, până în momentul când, patronii au adoptat o *strategie de dezvoltare cu totul diferită de cea iniţială şi caracterizată, în principal, prin următoarele două elemente:*

- apelarea masivă la credite bancare pe termen lung în vederea realizării de investiţii în dotări tehnologice moderne;
- recentrarea activităţii de bază dinspre comerţul cu PC, componente şi consumabile spre servicii IT oferite în special agenţilor economici şi instituţiilor publice .

Strategia a reuşit, astfel încât, treptat, Soft Intergraphix SRL a devenit una dintre firmele proeminente în domeniu la nivel regional, specializându-se în următoarele *servicii*: crearea şi administrarea site-urilor web; proiectare sisteme informatice; grafică pe computer; protecţie baze de date; publicitate şi promoţii pe Internet etc.

Caracteristicile tehnico-economice de bază ale sistemului de exploatare al firmei, precum şi dimensiunea ei sunt normale pentru sectorul de activitate în care activează. De aceea, apreciem că *succesul afacerii se datorează cu precădere următorilor factori*:

- un management competent şi inspirat;
- atragerea şi fidelizarea unor resurse umane înalt calificate;
- câştigarea unei reputaţii solide şi construirea unei imagini pozitive în mediul de afaceri din zona de Sud a ţării;
- selectarea unui portofoliu de clienţi „first-class".

Ipoteza noastră este că evoluţia spectaculoasă a Soft Intergraphix SRL se explică prin efectele benefice ale goodwill-ului, care generând rate de rentabilitate superioare celor considerate „normale" în domeniul de afaceri respectiv, a contribuit la creşterea continuă a valorii globale a firmei peste valoarea sa patrimonială (activul net contabil).

Vom testa această ipoteză cu ajutorul modelului de evoluţie a valorii globale în funcţie de nivelul *ratei α (coeficient al intensităţii creerii valorii economice).*

Dispunem de următoarele informaţii financiar-contabile despre Soft Intergraphix SRL:

Scanned with OKEN Scanner

1. Bilanţuri simplificate pentru o perioadă de cinci ani, în lei:

Ani	1	2	3	4	5
Activ:					
1. Active imobilizate	2.328.477	3.692.493	4.729.502	5.485.840	5.634.129
2. Active circulante	399.039	362.931	448.903	1.105.729	1.217.314
Total Activ	**2.727.516**	**4.055.424**	**5.178.405**	**6.591.569**	**6.851.470**
Pasiv:					
1. Capitaluri proprii	2.520.397	3.104.576	3.672.908	4.186.954	4.586.023
2. Datorii termen lung	-	652.107	880.500	1.425.000	1.240.000
3. Datorii de exploatare	207.119	298.741	624.997	979.615	1.025.447
Total Pasiv	**2.727.516**	**4.055.424**	**5.178.405**	**6.591.569**	**6.851.470**

2. Date privind EBE şi profitul net , în lei.

Ani	1	2	3	4	5
EBE	93.008	309.834	691.317	1.558.247	1.839.620
Profit net	66.286	242.157	393.001	653.165	756.694

3. Rata medie a dobânzilor la datoriile pe termen lung contractate de firmă în perioada analizată: an 1 = fără datorii pe termen lung; an 2 = 34,2 %; an 3 = 23,3 %; an 4 = 17,5 %; an 5 = 14 %.

Ratele medii de rentabilitate economică (EBE/Activ economic) pentru firmele din sectorul telecomunicaţii şi IT din Regiunea de dezvoltare Bucureşti-Ilfov (stabilite pe baza Anuarului Statistic al României şi Buletinului Statistic al Regiunii de dezvoltare Bucureşti-Ilfov): an 1 = 4,62 %; an 2 = 4,7 %; an 3 = 5,9 %; an 4 = 7,5 %; an 5 = 8,1 %.

Rezolvare:

Vom calcula, pentru fiecare an al perioadei de analiză, parametrii modelului:

Scanned with OKEN Scanner

An 1:

1. Determinarea costului mediu ponderat al capitalului (cmpc):

$$cmpc = ccp\frac{cap.propriu}{cap.propriu+dat.t.lung} + cdpd\frac{dat.t.lung}{cap.propriu+dat.t.lung}$$

ccp = costul capitalului propriu

cdpd = costul datoriilor purtătoare de dobânzi

1.1. Determinarea ccp_{an1}:

Ca variantă a ccp am optat în analiză pentru rata rentabilității financiare, Rf:

$$ccp = Rf = \frac{prof.net}{cap.propriu} \; ; \qquad ccp_{an1} = \frac{66.286}{2.520.397} = 2,63\ \%$$

1.2. Determinarea $cdpd_{an1}$:

Pentru anul 1 cdpd nu se calculează întrucât firma nu a avut datorii pe termen lung.

1.3. Stabilirea $cmpc_{an1}$: $cmpc_{an1} = ccp_{an1} = 2,63\ \%$

2. Calculul ratei α_{an1} : $\alpha = \frac{r_{ai}}{cmpc}$

2.1.Calculul $r_{ai\ an1}$:

$r_{ai} = r_{pf} - r_{np}$, în care :

r_{pf} = rentabilitatea economică obținută de firmă = EBE/Activ economic
r_{np} = rentabilitatea „normală" a sectorului = rentabilitatea economică medie din sector

Astfel: $r_{pf\ an1} = \frac{93.008}{2.727.516} = 3,41\ \%$

Notă: Deoarece firma nu deține active în afara exploatării, activul economic este identic cu activul contabil total.

$r_{np\ an1} = 4,62\ \%$; $r_{ai\ an1} = 3,41\ \% - 4,62\ \% = -1,21\ \%$

2.2. Determinarea ratei α_{an1}: $\alpha_{an1} = \frac{-1,21\%}{2,63\%} = -0,46$

Scanned with OKEN Scanner

3. Calculul valorii patrimoniale, VP:

Optăm pentru varianta activului net contabil (ANC) ca valoare patrimonială:

VP =ANC = Activ total - Datorii totale

VP_{an1} = 2.727.516 - 207.119 = 2.520.397 lei

4. Determinarea GW-ului:

$GW = \alpha \times VP$; $GW_{an1} = -0,46 \times 2.520.397 = -1.159.382$ lei

Constatăm, pentru anul 1, un badwill (BW)

5. Stabilirea valorii globale a firmei, VG: VG = VP + GW ;

VG_{an1} = 2.520.397 +(-1.159.382) = 1.361.015 lei

Observăm că, în anul 1, VG < VP, întrucât VP este erodată de un goodwill negativ.

An 2:

1.Determinarea $cmpc_{an2}$:

1.1.Determinarea ccp_{an2}: $ccp_{an2} = \frac{242.157}{3.104.576} = 7,8\ \%$

1.2.Determinarea $cdpd_{an2}$: cpdp = d' (1 – t), în care:

d' = rata dobânzii la datoriile pe termen lung

t = cota impozitului pe profit

$d'_{an2} = 34,2\ \%$; $t_{an2} = 16\ \%$;

$cdpd_{an2} = 34,2\ \% (1-0,16) = 25,65\ \%$

1.3.Stabilirea $cmpc_{an2}$:

$$cmpc_{an2} = 7,8\ \% \frac{3.104576}{3.756.683} + 25,65\ \% \frac{652.107}{3.756.683} = 10,89\ \%$$

2.Calculul ratei α_{an2} :

2.1.Calculul $r_{ai\ an2}$:

$r_{pf\ an2} = \frac{309.834}{4.055.424} = 7,64\ \%$; $r_{np\ an2} = 4,7\ \%$

$r_{ai\ an2} = 7,64\ \% - 4,7\ \% = 2,94\ \%$

Scanned with OKEN Scanner

2.2. Determinarea ratei α_{an2}: $\alpha_{an2} = \frac{2,94\%}{10,89\%} = 0,27$

3.Calculul VP_{an2}:

$VP_{an2} = 4.055.424 - (652.107 + 298.741) = 3.104.576$ lei

4.Determinarea GW_{an2}: $GW_{2005} = 0,27 \times 310.576 = 838.235$ lei

5.Stabilirea VG_{an2}: $VG_{an2} = 3.104.576 + 838.235 = 3.942.811$ lei

An 3:

1.Determinarea $cmpc_{an3}$:

1.1.Determinarea ccp_{an3}: $ccp_{an3} = \frac{393.001}{3.672.908} = 10,7\ \%$

1.2.Determinarea $cdpd_{an3}$:

$d'_{an3} = 23,3\ \%$; $t_{an3} = 16\ \%$

$cdpd_{an3} = 23,3\ \% (1-0,16) = 17,48\ \%$

1.3.Stabilirea $cmpc_{an3}$:

$$cmpc_{an3} = 10,7\ \% \frac{3.672.908}{4.553.408} + 17,48\ \% \frac{880.500}{4.553.408} = 12,01\ \%$$

2.Calculul ratei α_{an3} :

2.1.Calculul $r_{ai\ an3}$:

$r_{pf\ an3} = \frac{691.317}{5.178.405} = 13,35\ \%$; $r_{np\ an3} = 5,9\ \%$

$r_{ai\ an3} = 13,35\ \% - 5,9\ \% = 7,45\ \%$

2.2. *Determinarea ratei α_{an3}:* $\alpha_{an3} = \frac{7,45\%}{12,01\%} = 0,62$

3.Calculul VP_{an3}:

$VP_{an3} = 5.178.405 - (880.500 + 624.987) = 3.672.908$ lei

4.Determinarea GW_{an3}: $GW_{an3} = 0,62 \times 3.672.908 = 2.227.203$ lei

5.Stabilirea VG_{an3}: $VG_{an3} = 3.672.908 + 2.227.203 = 5.950.111$ lei

Scanned with OKEN Scanner

An 4:

1.Determinarea $cmpc_{an4}$:

1.1.Determinarea ccp_{an4}: $ccp_{an4} = \frac{653.165}{4.186.954} = 15,6\ \%$

1.2.Determinarea $cdpd_{an4}$:

$d'_{an4} = 17,5\ \%$; $t_{an4} = 16\ \%$

$cdpd_{an4} = 17,5\ \% (1-0,16) = 14,7\ \%$

1.3.Stabilirea $cmpc_{an4}$:

$$cmpc_{an4} = 15,6\ \% \frac{4.186.954}{5.611.954} + 14,7\ \% \frac{1.425.000}{5.611.954} = 15,37\ \%$$

2.Calculul ratei α_{an4} :

2.1.Calculul $r_{ai\ an4}$:

$r_{pf\ an4} = \frac{1.558.247}{6.591.569} = 23,64\ \%$; $r_{np\ an4} = 7,5\ \%$

$r_{ai\ an4} = 23,64\ \% - 7,5\% = 16,14\ \%$

2.2.Determinarea ratei α_{an4}: $\alpha_{an4} = \frac{16,14\%}{15,37\%} = 1,05$

3.Calculul VP_{an4}: $VP_{an4} = 6.591.569 - (1.425.000 + 979.615) =$ lei

4.Determinarea GW_{an4}: $GW_{an4} = 1,05 \times 4.186.954 = 4.396.302$ lei

5.Stabilirea VG_{an4}: $VG_{an4} = 4.186.954 + 4.396.302 = 8.583.256$ lei

An 5:

1.Determinarea $cmpc_{an5}$:

1.1Determinarea ccp_{an5}: $ccp_{an5} = \frac{756.694}{4.586.023} = 16,5\ \%$

1.2.Determinarea $cdpd_{an5}$:

$d'_{an5} = 14\ \%$; $t_{an5} = 16\ \%$; $cdpd_{an5} = 14\ \% (1-0,16) = 11,76\ \%$

Scanned with OKEN Scanner

2.Calculul ratei α_{an5} :

2.1.Calculul r_{aian5} :

$r_{pf\,an5} = \frac{1.839.620}{6.851.470} = 26,85\ \%$; $r_{np\,an5} = 8,1\ \%$

$r_{ai\,an5} = 26,85\ \% - 8,1\ \% = 18,75\ \%$

2.2.Determinarea ratei α_{an5}: $\alpha_{an5} = \frac{18,75\%}{15,48\%} = 1,19$

3.Calculul VP_{an5}:

$VP_{an5} = 6.851.470 - (1.240.000 + 1.025.447) = 4.586.023$ lei

4.Determinarea GW_{an5}: $GW_{an5} = 1,19 \times 4.586.023 = 5.457.367$ lei

5.Stabilirea VG_{an5}: $VG_{an5} = 4.586.023 + 5.457.367 = 10.043.390$ lei

Grafic, coevoluția valorii firmei şi a ratei α este prezentată în figura 14:

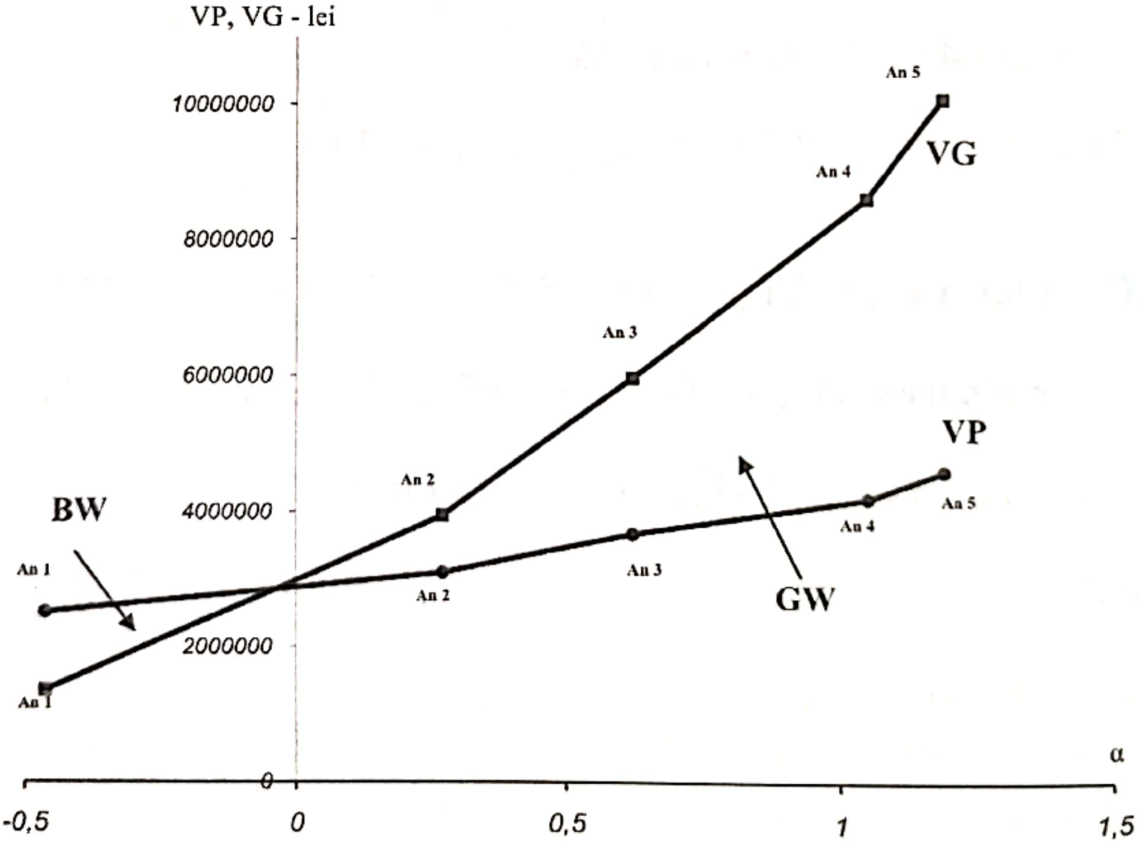


Fig. 14 Evoluția valorii globale a firmei în funcție de nivelul ratei α

Scanned with OKEN Scanner

Semnificația rezultatelor obținute este următoarea:

➢ În anul 1 (probabil că și în perioada anterioară) firma era caracterizată printr-o rată $\alpha < 0$ (-0,46). O asemenea valoare scăzută a ratei α a fost posibilă întrucât rentabilitatea economică obținută de firmă (3,41 %) era mai mică decât rentabilitatea economică „normală"/medie din sector (4,62 %). În asemenea condiții, firma genera un badwill (-1.159.382 lei) consecință directă a deficitului de profitabilitate. Chiar dacă cmpc a înregistrat o valoare destul de scăzută (2,63 %), rentabilitatea economică efectivă nu era suficientă pentru a genera un supraprofit. Mai mult, firma își pierde prin funcționare substanța economică, acest lucru fiind demonstrat de faptul că valoarea globală a firmei (1.361.015 lei) este inferioară față de valoarea ei patrimonială (ANC = 2.520.387 lei). Organizarea ineficace a sistemului de afaceri al firmei și poziționarea proastă în raport cu mediul economic duce la subvalorificarea patrimoniului economic de care dispune.

➢ Începând cu anul 2, anul lansării noii strategii de afaceri și reorganizării din temelie a dispozitivului de exploatare, se constată o creștere continuă a ratei α (0,27; 0,62; 1,05; 1,19). Perioada (an 2 – an 5) poate fi împărțită în două subperioade: (an 2 – an 3), când α, deși pozitivă, era subunitară și (an 4 – an 5), când α a înregistrat valori supraunitare. *În primul interval (an 2 – an 3),* firma generează un goodwill pozitiv (838.235 lei și respectiv 2.227.203 lei), care este, totuși inferior ANC (3.104.576 lei și respectiv 3.672.908 lei). Această evoluție evident pozitivă se explică prin faptul că firma obține rentabilități economice superioare rentabilităților „normale" din sector, chiar dacă r_{ai} pozitiv rămâne mai mic decât cmpc. Supraprofitul obținut a fost posibil datorită îmbunătățirii organizării sistemului de afaceri și optimizării sistemului de relații ale firmei cu mediul ei - active intangibile nebilanțiere de maximă importanță. În consecință, valoarea globală a firmei (3.942.811 lei și 5.950.111 lei) devine superioară valorii patrimoniale: dezvoltarea unor avantaje strategice importante și buna poziționare în contextul de afaceri ajută firma să acumuleze valoare peste valoarea patrimoniului economic. *În a doua subperioadă (an 4 – an 5),* datorită unor rentabilități economice efective cu mult superioare rentabilităților „normale" din sector, firma obține valori ale goodwill-ului (4.396.302 lei și 5.457.361 lei) ce depășesc mărimile înregistrate de către ANC. Firma

Scanned with OKEN Scanner

a intrat într-o fază a dezvoltării în care competitivitatea sa se datorează într-o manieră decisivă modului de organizare, abordare şi realizare a afacerilor, controlului unor competenţe organizaţionale foarte solide, care o poziţionează extrem de favorabil în mediul său economic. Pentru succesul economico-financiar al firmei, activele imateriale nebilanţiere menţionate contează incomparabil mai mult decât structura patrimonială reflectată în bilanţ.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 14

PREVIZIUNI FINANCIARE ÎN CONDIȚII DE INCERTITUDINE

14.1. Model de evaluare financiară a capitalului de reputație a firmei

Reputația unei organizații are ca principale efecte externe încrederea și garanția loialității. Cu alte cuvinte, o organizație cu reputație solidă inspiră încredere și sentimentul că va fi loială în relațiile sale cu partenerii. Or, o organizație care prezintă, din perspectiva segmentelor publicului cu care relaționează, asemenea caracteristici este o organizație cu un comportament previzibil și sigur. Iar previzibilitatea și siguranța conferă certitudine și, deci, controlabilitate. Sau, cel puțin, sentimentul acestora. Certitudinea și controlul sunt, se știe bine, foarte căutate în lumea modernă a organizațiilor, lume caracterizată printr-o complexitate extremă și o mare fluctuanță, întrucât ele facilitează luarea deciziilor și promovarea comportamentelor orientate spre obiective fixe. Așa se explică atractivitatea organizațiilor cu reputație bună. Din motivele expuse mai sus, cu organizațiile reputabile nimănui nu îi este frică să facă afaceri: nu te trezești cu surprize de tot felul, în afara celor plăcute, desigur. Astfel, reputația este ceva foarte benefic pentru organizația care o are, dar și pentru organizațiile care comunică și interacționează cu aceasta. *Reputația simplifică mult relațiile parteneriale, facilitând afacerile.* O reputație solidă are funcția de a reduce simțitor costurile tranzacționale. Costurile tranzacționale sunt costurile relațiilor contractuale ale firmei desfășurate pe piață. Principalele elemente ale costurilor tranzacționale sunt:

1) costurile de găsire a furnizorilor de bună calitate, în special în cazul produselor/serviciilor unicat;

2) costurile de redactare a unor contracte valide, care să cuprindă specificații privind calitatea, confidențialitatea, termenele de livrare, garanțiile de performanță, penalitățile plătite în caz de neperformanță;

3) costurile de urmărire a executării contractelor;

4) costurile de litigiu;

5) costuri specifice, cum ar fi vulnerabilitatea firmei față de comportamentul furnizorilor și clienților sau dezavantajul dat de capacitatea concurenților de a avea acces la know-how-ul și tehnologiile dezvoltate de furnizori;

6) costurile de informare privind conjunctura pieței etc.

Reputația economisește aceste costuri, făcând relațiile comerciale mai ieftine și, deci, mai eficiente.

La nivel micro-organizațional, *consecințele pozitive ale reputației* se manifestă în două moduri:

1)lărgirea cotei de piață a organizației (factor cantitativ);

2)creșterea performanțelor financiare ale organizației (factor calitativ), în special a fluxurilor de lichidități, inclusiv prin posibilitatea de a practica prețuri mai mari.

Cele prezentate mai sus constituie argumente în virtutea cărora avem tot temeiul să afirmăm că *reputația are o valoare de capital.* Concluzia este că reputația funcționează ca un fel de „lubrifiant" al afacerilor organizaționale. Exercitarea acestei funcții se bazează pe principiul reciprocității în relațiile inter-indivizi și inter-grupuri: tendința de „a plăti cu aceeași monedă", respectiv de a răspunde la comportamentele altora printr-un comportament similar. *Faptul că o organizație beneficiază de o bună reputație înseamnă că toți partenerii ei îi atribuie o probabilitate ridicată că va oferi răspunsuri fiabile în problemele de maximă importanță:*

- pentru clienți acestea sunt calitatea, prețul, diversitatea, accesibilitatea, service-ul, garanțiile;
- pentru furnizori – onorarea plăților și lansarea unor comenzi suplimentare;
- pentru acționari – riscuri financiare controlate și randament al investițiilor;
- pentru creditori – solvabilitate și garanții;
- pentru parteneri – respectarea termenelor, flexibilitate și operativitate;

Scanned with OKEN Scanner

- pentru stat – respectarea legilor şi plata impozitelor;
- pentru comunitate – implicare civică şi responsabilitate socială etc.

Cum este posibilă, însă, atribuirea unei valori financiare reputației deținute de organizație? Pentru o organizație economică această investigație poate demara de la simpla constatare că *între volumul afacerilor realizate de organizație – exprimat cel mai direct cu ajutorul cifrei de afaceri – şi reputație există o relație pozitivă:* creşterea reputației determină o extindere a cifrei de afaceri, stricarea reputației ducând, din contră, la diminuarea ei. Ceea ce înseamnă că *reputația este o importantă sursă de avantaje competitive pentru o firmă.* Grafic această dependență este prezentată în schema de mai sus.

Aşadar, cifra de afaceri poate fi privită ca o funcție a reputației. O firmă cu o reputație mai bună va avea, de regulă, o cifră de afaceri mai mare decât o firmă cu parametri ai exploatării similari, dar cu o reputație „obişnuită". Desigur, cifra de afaceri se datorează şi altor factori decât reputația, în special unor factori de natură patrimonială. Plecând de la aceste premise teoretice, putem construi următoarea relație care să pună în evidență mărimea acelei părți a cifrei de afaceri care a fost câştigată în virtutea deținerii de către firmă a unei reputații solide:

$$CA_r = CA - \overline{CA}_{sect} - CA_{patr}\text{, în care:}$$

CA_r = cifra de afaceri datorată reputației mai bune a firmei;

CA = cifra de afaceri totală obținută de firmă;

$\overline{CA}_{sect}$ = cifra de afaceri medie realizată de firmele din sector. Acest indicator arată cât câştigă în medie, sub formă de volum al vânzărilor, o firmă „obişnuită" din sector. Prin „obişnuită" avem în vedere atât condițiile tehnice, comerciale şi financiare ale exploatării, cât şi reputația. Avantajul acestui indicator constă în faptul că el exprimă şi acțiunea unor factori specifici de piață, cum ar fi conjunctura sau sezonalitatea etc., care se răsfrâng asupra tuturor operatorilor din sector;

CA_{patr} = creşterea cifrei de afaceri explicată prin factori de natură patrimonială. Este, de fapt, variația pragului de rentabilitate al firmei exprimat ca cifră de afaceri, variație ce are loc între două

Scanned with OKEN Scanner

perioade succesive. La nivelul cifrei de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate, firma își asigură egalitatea dintre veniturile și cheltuielile totale, iar profitul este nul. Pragul de rentabilitate este rezultatul structurii costurilor firmei, mai exact a modului în care acestea se împart în costuri fixe și costuri variabile. În general, cu cât costurile fixe sunt mai importante, cu atât pragul de rentabilitate este mai ridicat. Iar structura costurilor este, la rândul său, expresia dimensiunii și structurii patrimoniului economic al firmei. O structură patrimonială dominată de active și pasive pe termen lung (imobilizări) și / sau obligații de plată fixe va genera, de regulă, costuri fixe mai importante. Dimpotrivă, un patrimoniu alcătuit cu precădere din active și pasive curente (pe termen scurt) și / sau obligații de plată variabile va genera mai ales costuri variabile. În primul caz, vom avea un prag de rentabilitate mai ridicat, în cel de-al doilea – unul mai scăzut. *Întrucât reputația este creată în timp și trebuie folosită și menținută de asemenea într-o perspectivă durabilă, ea poate fi asimilată unui activ imobilizat intangibil nebilanțier.* Bineînțeles, reputația nu figurează în bilanț, dar, prin sinergiile pe care le produce, înlesnește valorificarea mai eficientă a activelor înscrise în bilanț. Din acest motiv, cheltuielile de creare, întreținere și exploatare a activelor și pasivelor bilanțiere pot fi considerate ca un fel de „imagine în oglindă" a reputației. În virtutea acestui argument, *o reputație mai bună poate susține o exploatare eficientă chiar și în condițiile unui prag de rentabilitate mai ridicat sau care a crescut.* Orice creștere a pragului de rentabilitate de la o perioadă la alta are semnificația creșterii efortului economic asumat de firmă. Iar efortul economic consumat trebuie recuperat pentru a menține performanța. Sursa primară pentru acoperirea variației pragului de rentabilitate este o creștere corespunzătoare a cifrei de afaceri.

Particularitatea modelului propus de noi constă în faptul că el permite o evaluare directă și rapidă, dar cu toate acestea obiectivă, a reputației. Atragem atenția că valoarea obținută pe baza relației de mai sus nu este expresia financiară a reputației, ci doar partea cifrei de afaceri pe care firma o obține datorită reputației. *Pentru a putea conferi reputației o valoare financiară trebuie avut în vedere că, întrucât reputația generează un flux de câștiguri economice (cifra de afaceri), ea poate fi considerată un gen de capital.* Cunoscând CA_r, pentru a obține valoarea de capital a reputației, acest flux de câștiguri

Scanned with OKEN Scanner

trebuie capitalizat. Prin operațiunea de capitalizare un câştig economic (V) este transformat în mărimea capitalului (investiției) care l-a degajat (C) cu ajutorul unei rate de capitalizare (k):

$$C = V / k$$

Rata de capitalizare utilizată în calcule poate fi costul mediu ponderat al capitalurilor atrase de firmă majorat cu o primă de risc specială ($cmpc_{risc}$). Astfel, valoarea de capital a reputației (R) se stabileşte în felul următor:

$$R = CA_r / cmpc_{risc}$$

în care:

$cmpc_{risc}$ = *costul mediu ponderat al capitalurilor corectat cu nivelul riscurilor specifice firmei.*

De ce poate fi considerat costul mediu ponderat al capitalurilor în calitate de rată de capitalizare? Pentru că procesul de creare a patrimoniului economic al firmei, inclusiv a părții sale intangibile exprimată generic prin reputație, este susținut prin eforturi financiare care implică anumite costuri în funcție de sursele de finanțare – capitalurile – folosite. Corectarea costului mediu ponderat al capitalurilor cu mărimea riscurilor financiare şi de exploatare specifice este necesară întrucât reputația nu este, totuşi, un activ bilanțier. Or, costul mediu ponderat al capitalurilor încorporează numai riscurile caracteristice patrimoniului economic „oficial". De asemenea, se ştie foarte bine că o reputație bună se câştigă destul de greu, însă poate fi pierdută foarte repede. Pierderea reputației survine ca un rezultat firesc al acumulării riscurilor asociate firmei. Iată de ce, ca o măsură de protecție împotriva fluctuațiilor valorii de capital a reputației, costul mediu ponderat al capitalurilor trebuie apreciat cu o primă de risc specială.

Reputația organizației, ca element esențial al imaginii acesteia, exprimă sintetic valorizarea unor caracteristici funcționale particulare cum ar fi credibilitatea, loialitatea, notorietatea, onestitatea, fiabilitatea, corectitudinea. Aceste caracteristici îşi revendică originea în elemente care, în literatura de specialitate, sunt desemnate global cu

Scanned with OKEN Scanner

ajutorul conceptului de goodwill. Unii autori asimilează reputația cu brandurile deținute de organizații, dar recunosc că valoarea de piață a brandurilor adaugă un supliment la valoarea netă a activelor organizației, contribuind astfel la formarea valorii globale a acesteia.

Brandul este considerat, prin urmare, o importantă sursă de goodwill. Iată de ce valoarea de capital a reputației poate fi utilizată în continuare pentru determinarea valorii globale a organizației, care ar include atât elemente bilanțiere, cât și elemente nebilanțiere:

Valoare globală = Activ net contabil + Reputație (Goodwill).

Să revenim însă la relația inițială $CA_r = CA - \overline{CA}_{sect} - CA_{patr}$. Dacă mutăm termenul CA_{patr} în partea stângă a acestei relații, obținem o altă egalitate importantă:

$$CA - \overline{CA}_{sect} = CA_r + CA_{patr}$$

Diferența $CA - \overline{CA}_{sect}$ semnifică creșterea sau excedentul cifrei de afaceri a firmei cu o reputație bună peste cifra de afaceri medie, specifică firmelor cu o reputație obișnuită. Ea arată, cu alte cuvinte, cu cât anume este mai mare cifra de afaceri a unei firme reputate față de cifra de afaceri caracteristică firmelor cu imagine și credibilitate normale. Partea dreaptă a ultimei egalități, $CA_r + CA_{patr}$, specifică influențele celor doi factori care au determinat apariția excedentului cifrei de afaceri. Astfel, o cifră de afaceri mai mare în cazul firmei cu o reputație solidă este rezultatul acumulării de reputație, pe de o parte, și a variației pragului de rentabilitate exprimat ca cifră de afaceri, pe de altă parte. Existența acestui excedent al cifrei de afaceri este una dintre principalele expresii cantitative directe a extinderii pieței și operațiunilor firmei, cu efecte nemijlocite asupra valorii globale a acesteia. Egalitatea $CA - \overline{CA}_{sect} = CA_r + CA_{patr}$ poate fi utilizată pentru previziunea volumului de afaceri, a capitalului de reputație și a valorii globale a firmei. Este extrem de interesantă abordarea previzională a acestei egalități cu ajutorul intervalelor de certitudine (de încredere) și în

Scanned with OKEN Scanner

general a mulțimilor fuzzy. Să analizăm următorul exemplu pentru a vedea cum funcționează modelul:

Parametrii modelului (exemplu)

Tab. 13

Indicatori	An curent	An anterior
1.Cifra de afaceri	20000	18500
2.Ch. variabile totale	11000	10000
3.Ch. fixe totale	2100	1870
4.Marja asupra ch.variabile (1-2)	9000	8500
5.Marja asupra ch.variabile în % (4/1)	45%	46%
6.Prag de rentabilitate ca cifră de afaceri (3/5)	4667	4065

Rezultă că variația pragului de rentabilitate ca cifră de afaceri (CA_{patr}) este 4667 – 4065 = 602. Dacă $\overline{CA}_{sect}$ = 16250, atunci CA_r = 20000 – 16250 – 602 = 3148.

Egalitatea $CA - \overline{CA}_{sect} = CA_r + CA_{patr}$ se concretizează, în cazul de față, în felul următor: 20000 – 16250 = 3148 + 602 = 3750. Aceasta înseamnă că o creştere a cifrei de afaceri cu 3750 se datorează acumulării de reputație cu 3148 şi variației pragului de rentabilitate cu 602.

Dacă luăm în considerare un cmpc = 11%, în condițiile absenței totale a riscurilor (prima de risc fiind, deci, egală cu 0), valoarea de capital a reputației este: R = 3148 / 11% = 28618. Dacă activul net contabil al firmei este, de exemplu, de 15000, rezultă următoarea valoare globală a firmei: 15000 + 28618 = 43618.

Dacă însă luăm în considerare existența unor riscuri foarte mici, care, conform metodei primei de risc global de evaluare a riscurilor presupune o primă de risc de 0,25, vom obține următorul nivel al $cmpc_{risc}$: cmpc × (1+ primă de risc global) = 11% × (1 + 0,25) = 13,75%. În acest caz, R = 3148 / 13,75% = 22894, iar valoarea globală a firmei este 15000 + 22894 = 37894. *Creşterea riscurilor erodează valoarea de capital a reputației.* Din momentul în care riscurile de exploatare şi financiare specifice firmei încep să crească, reputația acesteia, oricât de solidă ar fi fost în trecut, începe să-şi piardă valoarea de capital. Riscurile mai mari reduc estimările pozitive făcute de mediul economic privind bunăcredința şi potențiala loialitate a firmei. O concluzie complementară care se desprinde este că firma, în

Scanned with OKEN Scanner

condiții de riscuri superioare, trebuie să depună eforturi mai consistente în vederea menținerii, dezvoltării și valorificării imaginii și reputației sale.

14.2. Utilizarea intervalelor de certitudine pentru calculul previzional al reputației

În continuare, ne propunem să aprofundăm studiul folosind intervalele de certitudine (de încredere). Aceste intervale sunt utile pentru a efectua previziuni în condiții de incertitudine. Un interval de certitudine are forma generală $[x_1, x_2]$, exprimând opinia unui expert privind valorile posibile pe care le poate lua în viitor o anumită variabilă, x_1 fiind opinia pesimistă, iar x_2 opinia optimistă. Prin urmare, intervalele de încredere permit studiul evoluțiilor viitoare (altfel decât în sens probabilistic) a unor mărimi financiare, fără a cunoaşte exact valoarea lor, ci prin estimarea valorilor minimă (x_1) şi maximă (x_2) între care aceste mărimi se vor situa în viitor. Prezentarea detaliată a aspectelor tehnice implicate de operațiunile cu intervalele de încredere, ca şi a matematicilor fuzzy aplicate în economie, ar ocupa un spațiu mult prea vast.

Exemplul cifric pe baza căruia vom ilustra valențele cognitive ale intervalelor de încredere în evaluarea şi previziunea valorii de capital a reputației firmei este o extensie a aplicației de la sfârşitul capitolului 4. Totuşi, pentru a facilita fluența lecturii şi, în consecință, înțelegerea materialului vom aminti principalele rezultate obținute, necesare pentru calculele ulterioare: cifra de afaceri ca prag de rentabilitate în exercițiul anterior – 4667; cifra de afaceri corespunzătoare reputației – 3148; valoarea de capital a reputației – 22894; activul net contabil – 15000 şi valoarea globală a firmei – 37894.

Pentru exercițiul următor experții au făcut următoarele estimări cu ajutorul intervalelor de certitudine:

1. CA_2= [20500; 24000]
2. $\overline{CA}_{sect2}$= [16500; 18000]
3. $CA_{Prag\ rentabilitate\ 2}$ = [4750; 4900]

$CA_{patr} = \Delta CA_{Prag\ rentabilitate}$ = [4750; 4900] ($\overline{m}$)4667 = [83; 233]*

CA_2 - $\overline{CA}_{sect2}$ = [20500; 24000] ($\overline{m}$) [16500; 1800] = [4000; 6000]

CA_{R2} = [4000; 6000] ($\overline{m}$) [83; 233] = [3917; 5767]

Scanned with OKEN Scanner

ΔCA_R = [3917; 5767] ($\overline{m}$) 3148 = [769; 2619]

**Notă: simbolul ($\overline{m}$) este folosit pentru a desemna diferența de tip Minkowiski – o operațiune de scădere a intervalelor care permite diminuarea entropiei, respectiv trecerea la mărimi certe.*

CA_2 - $\overline{CA}_{sect2}$ = [20500; 24000] ($\overline{m}$) [16500; 1800] = [4000; 6000]

$CA_{R2} + CA_{patr}$ = [3917; 5767] (+) [83; 233] = [4000; 6000]

Aşadar, rezultă că: CA_2 - $\overline{CA}_{sect2} = CA_{R2} + CA_{patr}$

Pentru activul net contabil se estimează următoarele valori: ANC_2 = [17500; 19800]. Prezentând detaliat calculele prin care s-a ajuns la valorile estimate ale ANC_2, vom încerca să explicăm cele mai importante aspecte metodologice privind operațiunile cu intervalele de încredere.

Am arătat că ANC_1 = 15000, valoare ce a rezultat din următoarea situație bilanțieră inițială:

A	P
Imobilizări = 16500	Capitaluri proprii = 15000
Stocuri + Creanțe = 3500	Datorii termen lung = 4000
Disponibilități = 1000	Datorii termen scurt = 2000
Total = 21000	Total = 21000

Operațiunile care au condus la variația maselor patrimoniale sunt următoarele:

1. Capitaluri proprii
   -aporturi noi de capital [800; 1300]
   -creşteri de rezerve [1700; 3500]

   [2500; 4800]

2. Datorii termen lung
   -intrări de împrumuturi noi [3000; 4000]
   -rambursări de împrumuturi [900; 2000]

   [3000; 4000] (-) [900; 2000] = [1000; 3100]

Scanned with OKEN Scanner

3. Datorii termen scurt
   -datorii de exploatare [1100; 2500]
   -credite pe termen scurt [700; 1000]

   [1800; 3500]

4. Imobilizări
   -achiziții de imobilizări [3250; 7750]
   -cesiuni şi scoatere din funcțiune [800; 1550]

   [3250; 7550] (-) [800;1550] = [1700; 6950]

5. Stocuri şi creanțe
   -creşterea stocurilor [850; 1000]
   -vânzări cu încasare amânată [650; 800]

   [1500; 1800]

6. Disponibilități
   -încasări din vânzări [16000; 16380]
   -plăți ale perioadei [13730; 13900]

   [16000; 16380] (-) [13790; 13900] = [2100; 2650]

Sub formă bilanțieră aceste modificări patrimoniale pot fi sintetizate în felul următor:

A	P
Imobilizări = [1700; 6950]	Capitaluri proprii = [2500; 4800]
Stocuri + Creanțe = [1500; 1800]	Datorii termen lung = [1000; 3100]
Disponibilități = [2100; 2650]	Datorii termen scurt = [1800; 3500]
Total = [5300; 11400]	Total = [5300; 11400]

Aceste variații estimate au condus la următoarea situație bilanțieră previzională:

1. Imobilizări = [18200; 23450] = 16500 (+) [1700; 6950]

Scanned with OKEN Scanner

2. Stocuri şi creanţe = [5000; 5300] = 3500 (+) [1500; 1800]
3. Disponibilităţi = [3100; 3650] = 1000 (+) [2100; 2650]
4. Capitaluri proprii = [17500; 19800] = 15000 (+) [2500;4800]
5. Datorii termen lung = [5000; 7100] = 4000 (+) [1000; 3100]
6. Datorii termen scurt = [3800; 5500] = 2000 (+) [1800; 3500]

În consecinţă, bilanţul previzional este:

A	P
Imobilizări = [18200; 23450]	Capitaluri proprii = [17500; 19800]
Stocuri + Creanţe = [5000; 5300]	Datorii termen lung = [5000; 7100]
Disponibilităţi = [3100; 3650]	Datorii termen scurt = [3800; 5500]
Total = [26300; 32400]	Total = [26300; 32400]

Mărimea estimată a costului mediu ponderat al capitalului: $cmpc_2$ = [11,6; 12,3]. De asemenea, se aşteaptă un risc mijlociu, care presupune o primă de risc R = 0,5 dacă reţinem metoda primei de risc global.

Astfel, $cmpc_{risc}$ = [11,6 (1 + 0,5); 12,3 (1 + 0,5)] = [11,6 ×1,5; 12,3 ×1,5] = [17,4; 18,45]

Valoarea de capital a reputaţiei previzionată este următoarea: R_2= [3917; 5767] (:) [17,4; 18,45] = [3917/0,1845; 5767/0,174= [21230; 32382]

Prin urmare: ΔR_2 = [21230; 32382] ($\overline{m}$) 22894 = [-1664; 9488]

Rezultă că: VG_2= [21230; 32382] + [17500; 19800] = [38730; 52182]

Deci: ΔVG_2 = [38730; 52182] ($\overline{m}$) 37894 = [836; 14288]

Semnificaţiile ultimelor rezultate sunt următoarele:

1. Într-o situaţie pesimistă valoarea de capital a reputaţiei va fi de 21230. În schimb, în situaţia cea mai optimistă valoarea de capital a reputaţiei va fi de 32382.
2. Aceasta înseamnă că variaţia absolută a valorii de capital se va situa între o scădere de -1664 şi o creştere maximă de 9488.

Scanned with OKEN Scanner

3. Valoarea globală a firmei va fi de 38730 în situația cea mai pesimistă şi 52182 în conjunctura cea mai optimistă.
4. Rezultă că valoarea globală a firmei va creşte cu cel puțin 836, dar cel mult cu 14288 în perioada previzionată.

Chiar dacă nu oferă valori exacte, ci doar nişte „plaje", intervalele de certitudine fac totuşi posibile anumite aproximări pe baza cărora decidentul, clarificând cel puțin sensul „traiectoriei" evoluției viitoare a unei mărimi financiare, să poată alege strategia care îi va servi cel mai bine interesele.

Se ştie că obiectivul fundamental al managementului financiar al firmei constă în maximizarea valorii globale (de piață) a firmei. În acest sens, sunt frecvente situațiile când decidenții sunt nevoiți să opteze între mai multe strategii alternative. Dacă în condiții de certitudine această alegere se transformă într-o simplă problemă de optimizare, incertitudinea sporeşte incomensurabil gradul de complexitate a demersului. Totuşi, intervalele de certitudine permit efectuarea unor comparații pertinente între diferite strategii, chiar şi exprimate sub formă de intervale, şi selectarea celei mai bune dintre ele.

Să admitem să strategia de maximizare a valorii globale pe care am analizat-o până în acest moment, caracterizată prin intervalele de certitudine ANC = [17500; 19800] şi R = [21230; 32832] are o strategie concurentă, descrisă prin următoarele intervale ANC = [17900; 19250] şi R = [22600; 31100]. Care variantă este cea mai bună – strategia I sau strategia II ?

Pentru a realiza comparația şi a alege trebuie să ținem cont că este vorba de strategii de maximizare a unui rezultat – valoarea globală a firmei. De aceea, strategia câştigătoare este cea care este caracterizată prin cea mai mică distanță relativă față de supremum-ul (limita superioară) a intervalelor.

Supremum se obține alegând între toate extremele inferioare pe cel mai mic şi, de asemenea, pe cel mai mare dintre extremele superioare.

1. Aşadar, pentru intervalul ANC limita superioară este: $L_{(ANC)}$ = [17900; 19800]. Pentru criteriul R limita superioară este : $L_{(R)}$ = [22600; 32832]

Scanned with OKEN Scanner

2. În continuare se calculează aşa-numita distanţă Hamming pentru ambele criterii în cele două strategii.

La modul general, dacă avem două intervale A =[a_1,a_2] şi B=[b_1,b_2], iar intervalul ideal (supremum sau infimum) este L = [l_1,l_2], atunci distanţa Hamming se determină în felul următor:

$$\begin{cases} d(A, E) = |a_1 - b_1| + |a_2 - b_2| \\ d(B, E) = |b_1 - l_1| + |b_2 - l_2| \end{cases}$$

Astfel:

$$\begin{cases} d(I, ANC) = |17500 - 17900| + |19800 - 19800| = 400 \\ d(II, ANC) = |1799 - 17900| + |19250 - 19800| = 550 \end{cases}$$

$$\begin{cases} d(I, R) = |21230 - 22600| + |32382 - 32382| = 370 \\ d(II, R) = |22600 - 22000| + |31100 - 32382| = 1282 \end{cases}$$

Este evident că dacă se ia ca obiectiv maximizarea valorii globale, atât primul criteriu (ANC) cât şi cel de-al doilea (R) ne vor indica ordinea de preferinţă. Ordinea va fi dată de cele mai mici distanţe relative faţă de supremum, respectiv cu cele mai bune rezultate posibile, considerând cel mai mare extrem inferior şi, la fel, cel mai mare extrem superior, oricare ar fi intervalul de încredere (strategia) de care aparţin.

În problema de mai sus, rezultă următoarea ordine de referinţă:

Strategia I > Strategia II

Aceasta întrucât strategia I are atât pentru criteriul ANC, cât şi pentru criteriul R cele mai mici distanţe relative, 400 şi respectiv 370.

14.3. Estimări previzionale prin tehnici fuzzy

Mulţimile fuzzy permit tratarea incertitudinii într-un mod oarecum mai nuanţat, astfel încât, chiar dacă previziunile experţilor nu sunt exprimate prin cifre exacte, pot fi formulate totuşi estimări ale variantelor cele mai posibile situate între extremele unui interval.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, estimările fuzzy presupun că expertul va preciza trei numere: primul dintre ele x_1 va reflecta valoarea sub care, în opinia sa, este imposibil să se situeze mărimea studiată – minimul; cel de-al doilea x_2 va reprezenta valoarea peste care este imposibil să se situeze mărimea – maximul; cel de-al treilea x_3 exprimă valoarea care, în opinia expertului are cea mai mare posibilitate de realizare. Rezultă că o estimare fuzzy ia forma unui „număr triunghiular" sau a unui număr exprimat sub formă „ternară". Numărul fuzzy triunghiular (NFT) are următoarea formă generală:

$$NFT = [x_1; x_3; x_2]$$

Să admitem că cinci experți își exprimă opiniile formulate ca NFT privind evoluțiile viitoare ANC, R şi VG:

Expert	ANC	R	VG
1	[17400,18100,19000]	[20900,22800,24500]	[38300,40900,43500]
2	[17500,18400,19300]	[21300,26000,28400]	[38800,45000,47700]
3	[17000,17900,18400]	[19500,25900,26900]	[36500,43800,45300]
4	[17300,18500,19800]	[21000,23000,25000]	[38300,41500,45300]
5	[16800,18800,19700]	[19000,20800,23400]	[35800,39600,43100]

Care este semnificația acestor date cantitative? De exemplu, dacă analizăm opinia expertului 1, aceasta poate fi interpretată în felul următor:

1. În perioada de previziune valoarea ANC nu va fi mai mică de 17400, dar nu va depăşi 19000, cea mai posibilă valoarea a ANC fiind 18100.
2. Valoarea R nu va inferioară lui 20900, dar nici superioară lui 24500, nivelul cel mai posibil al R fiind de 22800.
3. VG nu va înregistra valori sub 38300, dar nici valori peste 43500, cea mai posibilă mărime a VG fiind 40900.

În mod similar sunt interpretate şi opiniile exprimate de ceilalți experți.

În continuare, NFT pot fi utilizate pentru a obține numărul fuzzy mediu ca expresie formalizată a opiniilor agregate ale tuturor experţilor:

Scanned with OKEN Scanner

$$\underset{\sim}{\overset{m}{V}} = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^{n} (x_1, x_3, x_2) = \frac{1}{n} (\cdot) \left[\sum_{i=1}^{n} x_1 \sum_{i=1}^{n} x_2 \sum_{i=1}^{n} x_3 \right]$$

în care, n este numărul experţilor.

De exemplu, pentru VG numărul fuzzy mediu este:

$$\underset{\sim}{\overset{m}{V}} =$$

$$= 1/5 (\cdot) (38300+38800+36500+38300+35800,$$
$$40900+45000+43800+41500+39600,$$
$$43500+47700+45300+45300+43100) = 1/5 (\cdot) (187700, 210800,$$
$$224900) =$$
$$= (37540, 42160, 44980)$$

Aceasta înseamnă că opinia agregată a experţilor este următoarea: în perioada previzionată, VG a firmei se va situa între un nivel minim de 37540 şi un nivel maxim de 44980, dar valoarea cea mai probabilă va fi 42160.

Se observă că există opinii ale experţilor care se îndepărtează suficient de mult de opinia agregată, profilându-se astfel necesitatea ajustării opiniilor. În acest scop, pentru fiecare NFT se va calcula aşa-numita distanţă liniară. Să calculăm distanţa liniară pentru NFT specific expertului 1. Succesiunea de operaţiuni este următoarea:

1. *Calculul distanţei absolute*:

$$D_1 = \frac{|a_1^i - a_1^m| + |a_2^i - a_2^m|}{2}$$

Precizăm că în aceste calcule semnificaţiile notaţiilor sunt următoarele:

- (a^i_1, a^i_2, a^i_3) este NFT care exprimă opinia expertului i, pentru expertul 1 = (38300, 40900, 43500)

Scanned with OKEN Scanner

- (a_1^m, a_2^m, a_3^m) este opinia agregată = (37540, 42160, 44980)

Aşadar,
$D_{1(VG)} = (|38300-37450|+|40900-42160|)/2 = (760+1260) = 1010$

Pentru a trece la o valoare între 0 şi 1 identificăm referenţialul $P \geq \vee a_3^i - \wedge a_1^i$ ($\vee$ este maxim, $\wedge$ este minim):

$$P \geq 47700 - 35800 = 11900$$

2. *Utilizând valoarea 11900* se obţine următoarea distanţă relativă:

$$d_1 = D_1 / P = 1010/11900 = 0,085$$

3. *Se calculează distanţa relativă la stânga*:

$$d_d = \tfrac{1}{2}P \cdot [(a^i_2 - a_2^m)^2 + (a^i_3 - a_3^m)^2] / (|a^i_2 - a_2^m| + |a^i_3 - a_3^m|)$$

Pentru expertul 1:

$$d_d = 1/23800 \cdot [(40900-42160)^2+(43500-44980)^2]/(|40900-42160|+|43500-44980|) = 1/23800 \cdot (1587600+2190400)/(1260+1480) = 1/23800 \cdot 3778000/2740 = 0,058$$

4. *În acest fel, distanţa liniară relativă este:*

$$d = (d_1+d_d)/2 = (0,085+0,058)/2 = 0,071$$

Aceasta înseamnă că opinia expertului 1 diferă de opinia agregată cu 0,071 (7,1%).

Pe baza estimării distanţelor relative între opinia agregată şi opiniile individuale ale experţilor poate fi realizată reconsiderarea opiniilor până când toate distanţele liniare iau valori mai mici în raport

Scanned with OKEN Scanner

cu o anumită valoare maximă dată, de exemplu 0,1 (10%), considerată a exprima limita de sus a unei abateri tolerabile.

Cunoaşterea proximităţii dintre opinia proprie şi opinia medie a celorlalţi experţi poate fi utilă unui expert în scopul unei eventuale revizuiri a propriei opinii. O asemenea reconsiderare duce, de regulă, la o apropiere a poziţiilor experţilor ale căror opinii sunt mai îndepărtate de opinia agregată. Dacă există unul sau mai mulţi experţi care insistă în opinii total diferite de cea a grupului, rezultă necesitatea de a analiza cauzele care determină această disparitate de opinii.

Tehnicile fuzzy permit, de asemenea, determinarea pentru fiecare aproximare triunghiulară (NFT) a celei mai bune reprezentări printr-un număr exact. Unul dintre cele mai simple procedee de trecere de la NFT la un număr exact se bazează pe media ponderată. Astfel, dacă NFT este $[x_1, x_3, x_2]$, reprezentarea lui printr-un număr exact va fi:

$$\bar{\bar{R}}_{NFT} = \frac{x_1 + 2x_3 + x_2}{4}$$

Să urmărim cum se realizează tranziţia de la NFT la un număr precis în cazul opiniei agregate a experţilor privind valoarea globală a firmei în perioada următoare:

$$\bar{\bar{R}}_{VG.}^{m} = \frac{37540+2\times42160+44980}{4} = \frac{166840}{4} = 41710$$

Avantajul tehnicilor fuzzy constă în faptul că ele încorporează scheme computaţionale care, considerăm, sunt mai apte pentru tratarea problemelor actuale din domeniul managementului financiar. Desigur, arsenalul fuzzy este mult mai vast şi complex, dar şi numai cele câteva elemente pe care le-am folosit demonstrează eficienţa acestui mod de abordare a calitativului şi incertitudinii – caracteristici esenţiale ale fenomenelor financiare moderne.

Scanned with OKEN Scanner

BIBLIOGRAFIE

1. **Aaker D.**, „Managementul capitalului unui brand: Cum să valorificăm numele unui brand", Editura Branbuilders Grup, Bucureşti, 2005.
2. **Allaire Y., Fârşirotu M.**, „Management strategic. Strategiile succesului în afaceri", Editura Economică, Bucureşti, 1998.
3. **Allaire Y., Fârşirotu M.**, „L'entreprise strattegique. Penser la strategie", Edition Gaetin Morin, Quebec, 1993.
4. **Ansoff I.**, „Strategie du developpement de l'entreprise", Hommes et Tehniques, Paris, 1998, Edition 5-e.
5. **Atamer T., Calori R.**, „Diagnostic et decisions strategiques", Edition Dunod, Paris, 1993.
6. **Avram V.**, „Managementul procesului de creare a valorii în contextul guvernării întreprinderii. De la separarea funcţiilor de proprietate şi de decizie la guvernarea întreprinderii: influenţa sistemului de guvernare asupra procesului de creare a bogăţiei", Editura Economică, Bucureşti, 2003.
7. **Bajazdiew G.**, „Fuzzy Sets, Fuzzy Logic", *Applications*, World Scientific, 1996 .
8. **Barney A., Calba G.**, „Combien vaut votre entreprise?", Edition Seuil, Paris, 1975.
9. **Benninga S.**, „Financial modelling", 3rd edition, MIT Press, 2008.
10. **Bernstein L., Wild J.**, „Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation", 6th edition, Irwin McGraw-Hill, 1998.
11. **Bran P.**, „Finanţele întreprinderii", Editura Economică, Bucureşti, 1999.
12. **Brealey R., Myers S.**, „Financing and risk management", The McGraw-Hill Companies, 2002.
13. **Brezeanu P.** (coord.), **Prăjişteanu B., Boştinaru A.**, „Diagnostic financiar: instrumente de analiză financiară", Editura Economică, Bucureşti, 2003.
14. **Brigham E., Daves P.**, „Intermediate financial management", 10th edition, South-Western College Pub, 2009.
15. **Brigham E., Ehrhardt M.**, „Financial management: theory and practice", South-Western College Pub, 2002.
16. **Brigham E., Houston J.**, „Fundamentals of financial management", South-Western College Pub, 2008.

Scanned with OKEN Scanner

17. **Brilman J., Maire G.,** „Manuel d'evaluation des entreprises - societes cotees et non-cotees", Les Editions d'Organisation, Paris, 1990.
18. **Bueno, E. Y Azúa, S.,** „Medici'n del capital intelectual: Modelo Intelect", Euroforum, Madrid, 1998.
19. **Cairncross F.,** „The Company of the Future: How the Communications Revolution is changing Management", Harvard Business School Press, Boston, 2002.
20. **Caspar P., „**Le point de recherches en matière d'investissements immatériels", Insee, 1988.
21. **Casta J.F.,** „Le capital humain: problématiques comptables de mesure", Presses de l'Université d'Angers, 1999.
22. **Ciobanu A.,** „Analiza performanței întreprinderii", Editura ASE, Bucureşti, 2007.
23. **Cohen E.,** „Analyse financiere", 3 edition, Economica Paris, 2000.
24. **Cohen E.,** „Gestion financier de l'entreprise et development financier", Edition Economica, Paris, 1991.
25. **Cohen J. A.,** „Imobilizările necorporale. Evaluare şi beneficii economice", Editura Irecson, Bucureşti, 2008.
26. **Colasse B.,** „Gestion financiere de l'entreprise", PUF, Paris, 1993.
27. **Copeland T. E.** (coord.), „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", Second Edition, Mc Kinsey & Company, John Wiley and Sons Inc., New York, 1994.
28. **Corduneanu C., Murgea A.,** „Gestiunea financiară a întreprinderii", Editura Universității de Vest, Timişoara, 2008.
29. **Deaconu A.,** „Diagnosticul şi evaluarea întreprinderii", Editura Intelcredo, Bucureşti, 2000.
30. **Donaldson G.,** „Le conseguenze strategiche degli obiectivi finanziari", în Strategie (coord. Porter M.E., Montgomery C.A.), Edizione Il Sole 24 Ore, Milano, 2003.
31. **Dragotă V., Ciobanu A., Obreja L., Dragotă M.,** „Managementul financiar (vol. 1) Analiza financiară şi gestiunea financiară operațională", Editura Economica, Bucureşti, 2003.
32. **Dragotă V., Ciobanu A., Obreja L., Dragotă M.,** „Managementul financiar (vol. 1) Politici financiare de întreprindere", Editura Economica, Bucureşti, 2003.
33. **Dreze J.H.,** „Essays on Economic Decisions under Uncertainty", Cambridge University Press, Cambridge, 1987.
34. **Duizabo S.,** „Investissements immatériels: évaluation et retour d'expérience", thèse, Université Paris IX Dauphine, 2000.
35. **Dumitrașcu R. A.,** „Gestiunea financiară a întreprinderii", Editura Universitară, Bucureşti, 2012.

Scanned with OKEN Scanner

ISBN 978-606-28-0192-2

www.editurauniversitara.ro

Scanned with OKEN Scanner